المعهد العالمي للفكر الإسلامي
مركز أبحاث الاقتصاد الاسلامى
سلسلة بحوث صيغ معاملات
المصارف الإسلامية

أسواق الأوراق المالية
ودورها فى تمويل التنمية الاقتصادية

فـــى

دراسة مقارنة بين النظم الوضعية
وأحكام الشريعة الإسلامية

تأليف
سمير عبد الحميد رضوان

مقدمة الكتاب

هذا الكتاب هو أول عمل موسوعى فى مجال أسواق الأوراق المالية يغطى جوانب القصور فى المكتبة العربية، ويلبى احتياجات الباحثين والدارسين والممارسين وصناع القرار. واختيار المؤلف لهذا الموضوع لم يكن ترفًا فكريًا صادف هوىً فى نفسه، وإنما كان اختيارًا صعبًا تولد من إحساس عميق فى خويصة نفسه بأن قيامة بهذا العمل من قبيل فروض الكفاية، وأنه إذا انصرف عن القيام به، فقد لا يقوم به غيره وبأنه مسئول أمام الله والمجتمع عن إزاحة الأستار وكشف النقاب عن ماهية هذه الأسواق، بعد ما استبان له استحالة غياب هذه السوق عن واقعنا الاقتصادى المعاصر، رغم ما يشوب معاملاتها من بعض أدران المدينة المعاصرة، إلا أنه يرى أنه من الممكن تطهيرها من شوائبها، وصهرها فى بوتقة الفكر الإسلامى الأصيل وإخضاع معاملاتها لمبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها العامة.

وقد حرص المؤلف على اصطحاب القارئ معه خلال رحلته الطويلة مع هذا السِفْر ليتعرف على مختلف الأسواق، كيف نشأت، ومتى ولدت، وكيف اكتسبت أسماءها، وكيف تطورت على مر العصور بدءًا بالعصور البدائية، وانتهاءً بعصر الثورة الصناعية، والتى اقترن ظهورها بظهور البورصات السلعية. ويمضى الفصل الأول من الباب الأول فى عرض أوجه الشبه والاختلاف بين البورصات والأسواق، وبين أسواق الأوراق المالية وغيرها من الأسواق، ويتصدى للعلاقة بين البورصات السلعية وبورصات الأوراق المالية. ثم يعرض المؤلف من خلال هذا الفصل للسوق الأولية ويعرج منها إلى السوق الثانوية؛ باعتبارهما رافدى سوق الأوراق المالية. ومن السوق الرسمية ينتقل بنا المؤلف إلى السوق غير الرسمية ويتناول بقدر من التفصيل ماهية هذه السوق، وكيفية التعامل من خلالها مع المشتغلين بأعمال المتاجرة فى الأوراق المالية وهم طائفة «الديلرز»، ثم يتطرق إلى نظم التسعير فى هذه الأسواق وينطلق من هذا وذاك للحديث عن السوق الثالثة، ثم الرابعة، وهذان من الأسواق المستحدثة التى أغفلتها أغلب المؤلفات العربية.

ويتصدى بعد ذلك من خلال ذات الفصل للتساؤلات المطروحة عن أسباب تقلب الأسعار فى هذه الأسواق بين لحظة وأخرى، فيعرض لدور جهاز الثمن فى تحديد حركة واتجاهات الأسعار وفقًا لمختلف النظريات، ثم ينتقل إلى المؤشرات المستخدمة فى الأسواق العالمية لقياس حركة السوق واتجاهات الأسعار. أما الفصل الثانى فيتطرق إلى طرق وأساليب تنفيذ العمليات فى مختلف البورصات، وكذا للقوانين الحاكمة للتعامل فيها، ودور الوسطاء الماليين، وصناع السوق، والمشتغلين بأعمال المتاجرة والسمسرة فى هذه البورصات. أما الفصل الثالث والأخير من هذا الباب فيعالج مسألتى التخلف والتنمية، ويثبت على وجه القطع واليقين أن الفكر الامبريالى فى القرن العشرين لم تتغير نظرته للدول النامية والمتخلفة عن فكر التجاريين. ويتصدى المؤلف من خلال هذا الفصل أيضًا لنظرية الرافعة المالية، ويدحض بالأدلة والبراهين الافتراضات النظرية التى قامت عليها هذه النظرية، والتى تنتهى إلى أن التمويل بالدين هو أفضل طرق التمويل قاطبةً، وأدناها تكلفةً. أما الباب الثانى والأخير فيتناول البيوع التى تجرى فى أسواق الأوراق المالية، ونظرة الشريعة الإسلامية إليها، فيعالج الفصل الأول الشركات فى الفقه الإسلامى، وموقف الفقه الإسلامى من شركة المساهمة، أما الفصل الثانى فيتناول الأدوات المالية التى يجرى التعامل عليها فى أسواق الأوراق المالية، وهى الأسهم والسندات وحصص التأسيس. وقد تناول المؤلف كلاً منها بقدر من التفصيل. كما عرض من خلال هذا الفصل لموقف الفقه الإسلامى منها وآراء الفقهاء المعاصرين مرجحًا الرأى الراجح، وتاركًا الرأى المرجوح. وقد اجتهد المؤلف فى التوصل إلى الأحكام الشرعية التى احتدم الخلاف بشأنها، وكان عمدته فى ذلك الأدلة الثابتة من الكتاب والسنة وإجماع الأمة. أما الفصل الثالث والأخير فقد تناول أنواع البيوع وصيغ العقود فى أسواق الأوراق المالية، وموقف الفقه الإسلامى منها، فتعرض فى المبحث الأول للبيوع العاجلة، فعالج مسألة البيع بالمزاد أو ما يسمى ببيع المزايدة، وكذا البيع على المكشوف، والشراء بالحد، ومما لا شك فيه أن النوعين الأخيرين هما أبرز صور المضاربة فى كثير من الأسواق التى تسمح قوانينها بممارسة هذه البيوع. ثم عرض المؤلف لموقف الفقه الإسلامى

من هذه البيوع. أما المبحث الثانى فقد تصدى للبيوع الآجلة الباتة القطعية، وكذا لموقف الشرع الإسلامى منها. أما المبحث الثالث والأخير فقد جعله المؤلف خاتمة هذا الكتاب، وفصل له من ذيول الكلام، خاصة وأن كثيرا من المؤلفات صورته على غير صورته، وجعلت صورته مغايرة لحقيقته، وهو ما يسمى فى البورصات بالبيوع الخيارية الشرطية The Options. وعند معالجة المؤلف لموقف الشريعة الإسلامية من هذه البيوع حرص على حشد الأدلة الدامغة والبراهين الساطعة على بطلان هذه البيوع والتى أباحها البعض جهالة أو خلابة.

أ. د على جمعة محمد

المستشار الأكاديمى للمعهد العالمى

للفكر الإسلامى

مكتب القاهرة

مشروع صيغ المعاملات المصرفية

والاستثمارية والمالية الإسلامية

الحمد لله رب العالمين، والصلاة والسلام على أشرف المرسلين، سيدنا محمد وعلى آله وصحبه وسلم ثم أما بعد..

فيهدف هذا المشروع إلى دراسة صيغ المعاملات المصرفية والاستثمارية والمالية المستخدمة فى المؤسسات الإسلامية وخاصة فى البنوك وشركات الاستثمار.

يتمثل نتاج هذا المشروع فى عدد من البحوث التى يغطى كل منها ناحية أو موضوعا محددا من الصيغ التى تنظم علاقات هذه المؤسسات سواء أكانت مع غيرها من الأفراد والمؤسسات الأخرى أم فى جانب استخداماتها للأموال المتاحة لها أم فى جانب الخدمات الأخرى غير التمويلية التى تقوم بها، ويقدر مبدئيا أن يصل عدد البحوث المطلوبة إلى حوالى ٤٠ بحثا تغطى النواحى التالية:-

فى جانب موارد أموال المؤسسة تخصص أبحاث لرأس المال الفردى والذى يأخذ شكل شركة رأسمالية أو تعاونية أو شرعية وكذلك فى صورة رأس المال المساند.

كما تخصص أبحاث لكل من أنواع الودائع الجارية وحسابات التوفير والودائع الاستثمارية العامة والمخصصة سواء بقطاع أو إقليم أو مشروع معين، وتقدر بحوث هذا المجال بخمسة عشر بحثا.

فى جانب استخدامات المؤسسة للأموال المتاحة لها تخصص بحوث لكل نوع من هذه الاستخدامات سواء فى ذلك ما يتم على الصعيد المحلى أو ما يتم فى السوق الدولية، وتشمل صيغ المشاركة والمضاربة والبيع والإيجار بكافة صورها والتى لا داعى لتفصيلها هنا وتقدر بحوث هذا المجال بخمسة عشر بحثًا.

وفى جانب الخدمات غير التمويلية التى تقوم بها هذه المؤسسات تخصص

أبحاث لكل نوع من أنواع هذه الخدمات مثل إصدار، وبيع، وصرف الشيكات السياحية، وإصدار بطاقات الائتمان، وصرف العملات الأجنبية، وتحويل الأموال سواء إلى عملتها أو إلى عملة أخرى، وإصدار الشيكات المصرفية سواء بالعملة المحلية أو بعملات أخرى، وإصدار الضمانات المصرفية، وفتح وتبليغ وتثبيت الاعتمادات المستندية، وشراء وبيع الذهب والفضة والمعادن النفيسة، وفتح الحسابات الجارية بالمعادن النفيسة، وإصدار شهادات الودائع بها، وقبول تحصيل سندات الدفع والأوراق التجارية، وتأسيس الشركات وطرح الأسهم للاكتتاب وتقديم الخدمات الإدارية للشركات القابضة، وشراء وبيع وحفظ وتحصيل أرباح الأسهم لحساب العملاء، وتقديم الاستشارات فيما يتعلق باندماج الشركات أو شرائها، وإدارة العقارات لحساب العملاء وإدارة الأوقاف وتنفيذ الوصايا، وقبول الأمانات، وتأجير الخزائن الحديدية، وخدمات الخزائن الليلية، ودراسات الجدوى الاقتصادية، وتقديم خدمة الاستعلامات التجارية، والترتيبات التأمينية، والاستشارات الضريبية، والخدمات القانونية، وخطابات التعريف، وتحصيل القوائم التجارية لصالح العميل، وأية أنشطة أخرى مما تقوم به البنوك فى مجالات البحث والتدريب والأعمال الاجتماعية والخيرية.

وتجمع بعض هذه الأنشطة وفقا لطبيعتها فى بحوث موحدة، بحيث لا يتجاوز عدد البحوث فى هذا المجال عشرة بحوث.

ويشترط فى كل من البحوث المطلوبة فى هذا المشروع أن تغطى عناصر معينة على وجه التحديد هى:-

-- وصف للوظيفة الاقتصادية للعقد أو العملية أو النشاط موضوع البحث، أى للفائدة المستهدفة من كل منها.

-- وصف تحليلى للإطار القانونى للعقد أو العملية أو النشاط، أى للأحكام القانونية الوضعية التى تحكم كلا منها وتنظمها.

-- بيان الحكم الشرعى للعقد أو العملية أو النشاط، فإن كان الحكم الشرعى هو الإباحة بصورة مبدئية -ولكن يشوب العقد أو العملية أو النشاط بعض المخالفات

الشرعية الجزئية- فينبغى أن يشمل البحث بيانا بالتعديلات أو التحفظات المقترح إدخالها لإزالة الاعتراض الشرعى، وكذلك بحث مدى قبول هذه التعديلات للتطبيق من الناحية القانونية الوضعية التى تحكم العملية.

- أما إذا كان الحكم الشرعى هو الحرمة من الناحية المبدئية وتعذر تصحيحها شرعيا بإجراء تعديلات أو تحفظات، فينبغى أن يشمل البحث اقتراح البديل المقبول شرعا والذى يؤدى نفس الوظيفة الاقتصادية للعقد أو العملية أو النشاط، وكذلك بحث مدى قبول هذا البديل للتطبيق من الناحية القانونية الوضعية التى تحكم العملية.

- ينبغى أن يشتمل البحث كذلك على نموذج أو نماذج لصيغة العقد البديل المقترح كما فى البند السابق أعلاه أو التعديل المقترح كما فى البند الذى يسبقه، مع توضيح إجمالى للإطار القانونى الوضعى المقبول شرعا، مع الإحالة إلى رقم القانون ورقم المادة ما أمكن، كما يوضح تفصيلا الأحكام الشرعية، مع بيان الدليل الشرعى والمرجع الفقهى موضحا بالطبعة والجزء والصفحة.

- ونظرا لتعذر القيام بهذه البحوث بصورة شاملة لجميع المؤسسات المصرفية والاستثمارية والمالية الإسلامية فى جميع البلاد فيكتفى بإجراء البحوث بصورة مقارنة على أساس انتقائى لدولتين أو ثلاث أو أربع، ويراعى فى اختيارها أن يكون إطارها القانونى ممثلا لنموذج معين من العقد أو العملية أو النشاط موضوع البحث.

ويراعى فى اختيار هؤلاء الأفراد تكامل التخصصات المصرفية والقانونية والشرعية.

- واتبع المعهد العالمى للفكر الإسلامى منهجًا، حرص فيه على خروج الأبحاث بشكل علمى جيد، فتم تشكيل لجنة ضمت فى عناصرها أساتذة من الجامعات فى مختلف التخصصات الاقتصادية والمحاسبية والإدارية والشرعية، بجانب عدد من الخبراء المصرفيين فى المصارف الإسلامية، وذلك لمناقشة مخططات الأبحاث المقدمة من الباحثين وتقديم الاقتراحات العلمية الدقيقة لهم؛ حتى تخرج البحوث

فى النهاية متضمنة الجوانب النظرية والتطبيقية للمصارف الإسلامية.

- بعد إتمام هذه الأبحاث، يعهد بمراجعتها وتحكيمها إلى أشخاص أو هيئة، وغالبا كان يتم تحكيم البحث من أكثر من شخص.

والبحث الذى بين أيدينا من بحوث سلسلة صيغ معاملات المصارف الإسلامية، وقد اجتهد الباحث فى أن يخرج البحث بالصورة المشرفة، وقد أخذ فى الاعتبار كل توصيات المعهد بشأن البحث. وأملنا أن تنفع سلسلة بحوث صيغ المعاملات الإسلامية المصارف الإسلامية فى ترشيد مسيرتها، ودعم خطواتها فى بناء الاقتصاد الإسلامى والسعى دوماً نحو الرقى والتقدم للأمة الإسلامية، وآخر دعوانا أن الحمد لله رب العالمين.

أحمد جابر بدران

المشرف العام على مشروع الاقتصاد الإسلامى

المعهد العالمى للفكر الإسلامى

بسم الله الرحمن الرحيم

مقدمة:

أحمدك اللهم حمداً كثيراً طيباً يليق بجلال وجهك الكريم وعظيم سلطانك، وأصلى وأسلم على الهادى البشير والسراج المنير، قائد الغر المحجلين ، وسيد الأولين والآخرين، وحامل لواء الحمد يوم الدين، سيدنا محمد رسول الله الذى حمل الرسالة وأدى الأمانة ونصح الأمة وكشف الغمة وأمرنا بالتزام الحق والاستقامة والتمسك بالصدق والأمانة ونهانا عن الغش والخيانة، وعلى آله وصحبه الأطهار الذين اهتدوا بهديه وساروا على دربه فكانوا هداة مهتدين.

لقد تهيأت لى الأسباب لكى أكون أحد المشتغلين بالتحليل المالى، وأن أكون فى ذات الوقت متابعاً لسوق الأوراق المالية وملازما لها ملازمة الظل لصاحبه. والمحلل المالى شأنه شأن كل باحث فى ميادين الحياة ومجالات العلم والمعرفة، وظيفته البحث والتنقيب، وأدواته التى يستعين بها مؤشرات ومعايير، إذا أحسن استخدامها، وحذق فنونها وأجاد الربط بينها خلال فحصه الدقيق للقوائم المالية والحسابات الختامية ومتابعته للتغيرات التى تكون قد طرأت على بنود الميزانية لأية منشأة تجارية أو وحدة إنتاجية خلال سلسلة زمنية متصلة، استبان له مدى سلامة بنيتها الاقتصادية، وتعرف على مناحى الضعف وأوجه القوة، فيضع يده على موضع الداء وينتهى من تقويمه للأداء بالحكم على المركز المالى للمنشأة إجمالاً، ومستوى أداء إداراتها وأقسامها تفصيلا.

وقد استلفت نظرى وشد انتباهى من خلال مطالعتى ومتابعتى لنتائج أعمال تلك الشركات أن بعض وحداتها الإنتاجية بل وتلك القلاع الصناعية لا يتناسب الفائض الذى تحققة مع ضخامة رءوس أموالها وتراكم احتياطياتها خلال عمر مديد يصل فى بعضها إلى نصف قرن أو يزيد. وقد ثبت على وجه القطع واليقين أن أسباب تردى هذه الشركات واحدة، وتخلص فى خلل هياكلها التمويلية والعجز

المستمر فى تدفقاتها النقدية، الأمر الذى استتبعه نقص السيولة الفعلية، والتى صارت فى بعض الشركات إلى نضوب، فلجأت إلى السحب على المكشوف. وعجزت عن الوفاء بأقساط الديون، فلجأت إلى تجديد القروض، فأضافت إلى أعبائها أعباء ثقالا ناءت بحملها وأثقلت كاهلها، إذ التهمت الفوائد الربوية عوائد انتاجها وثمار جهودها، ولم يبق لها الا الفتات حتى بدت الصورة، وكأن هذه الشركات إنما تعمل لحساب تلك البنوك، وهى مع ذلك ترى أن فى لجوئها للمصارف الربوية أمراً محتوماً وقدراً تفرضه الضرورة وتقتضيه الحاجة لتمويل أنشطتها واحتياجاتها العاجلة، كما عجزت هذه الشركات عن تدبير الأموال اللازمة لأغراض التوسع والتطوير أو الإحلال والتجديد. فقبلت الاقتراض من البنوك المحلية وبعض المؤسسات الدولية بشروط مجحفة وفوائد مضاعفة، لذلك فلا غرو ولا عجب وقد استسلمت قوى الإنتاج لاستنزاف ثرواتها وسلب أموالها أن تتضاءل فوائض إنتاجها وأن يزداد فى بعضها تضاؤلا ليحقق رقماً سالباً، فى حين أصابت البنوك على الجانب الآخر تخمة من غنى وهى ليست صاحبة فضل فيه، فلا الأموال التى اقترضتها أموالها، وإنما أغلبها أموال المودعين ولا الأموال التى أتخمتها ثمار جهودها وإنما ثمرة جهد وعرق الآخرين، لا غرو إذن أن تصل قوى الإنتاج إلى حالة التردى الذى وصلت اليه. لقد اتخذت من التعامل الربوى مصدرا رئيسيا لتمويلها فكان ذلك سبباً كافياً لتخلف البلاد وهلاك العباد.

لقد تقدم العالم وتأخرنا وتحركت الدنيا وتجمدنا بعد أن كانت لنا الدنيا ومن أمسى عليها، وحسب من كان فى قلبه ذرة من إيمان أن يتلو قول الله سبحانه وتعالى ﴿ يا أيها الذين آمنوا اتقوا الله وذروا ما بقي من الربا إن كنتم مؤمنين، فإن لم تفعلوا فأذنوا بحرب من الله ورسوله وإن تبتم فلكم رؤوس أموالكم لا تظلمون ولا تُظلمون ﴾[1] . لذلك آليت على نفسى أن أفتش عن البديل فى مصدر من مصادر التمويل يضمن تدفق الأموال لهذه الشركات بالقدر الذى يكفى لتمويل أنشطتها،

---

(١) سورة البقرة الآية ٢٧٨،٢٧٩.

وسد حاجاتها، وتصحيح مسارها ودعم بنيتها، موقنا أن الدين الإسلامى لم يكن يوما منعزلا عن الحياة رغم كل مظاهر التجديد والتحديث، وأنه قادر على مواجهة تحديات العصر وتفجير كافة الطاقات الصانعة للحياة. وفكرت فى الأمر مليا فوقع اختيارى على سوق الأوراق المالية رغم أنها لم تنشأ فى حضانة الإسلام وتشوبها بعض أدران المدنية المعاصرة، إلا أننى وجدت أنه ليس من المستعصى تطهيرها من شوائبها وإخضاع معاملاتها لمبادىء الشريعة الإسلامية وقواعدها العامة وصهرها فى بوتقة الفكر الإسلامى الأصيل.

وإذا كان لسوق الأوراق المالية أدواتها التقليدية التى يجرى التعامل عليها داخل أروقة البورصة وخارجها بين الأفراد والمؤسسات والمصارف والهيئات وهى الأسهم والسندات وحصص التأسيس التى عن طريقها يتم استقطاب المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار، إلا أن أهم هذه الأدوات وأقواها أثراً وأعظمها نفعاً وأعلاها قدراً هى أسهم شركات المساهمة، تلك الشركات التى أضحت أبرز علامات النشاط الاقتصادى فى العصر الحديث والتى تطورت تطوراً مذهلا منذ بداية القرن السادس عشر الميلادى فتميزت بضخامة رءوس أموالها وتعدد أنشطتها وتجاوزت بعضها حدود أوطانها حتى غدت السوق العالمية وكأنها شبكة للشركات العملاقة والتى يتجاوز حجم نشاطها وحجمها نشاط وحجم بعض الدول بل وأيضاً بعض القارات[1] لذلك فمن غير المتصور قيام هذه الشركات فى غيبة الأسواق التى تنظم التعامل على أسهمها، وتراقب أداءها، وتقوم أصولها، وتضمن للمستثمرين فى أسهمها تسييلها -إذا دعتهم لذلك ضرورة- بسرعة وسهولة، كما تضمن هذه الأسواق استمرار تدفق الأموال إلى تلك الشركات إذا ما رغبت فى زيادة رءوس أموالها من أجل التوسع والتطوير أو لم تكف مواردها الذاتية لعمليات الإحلال والتجديد.

وإذا كانت التنمية الاقتصادية تظل مجرد عبارات جوفاء خاوية المضمون ما لم

(١) دكتور أبو زيد رضوان- شركات المساهمة ط٢ - دار الفكر العربي.

يتوفر لكل دولة تسعى اليها جهاز إنتاجى فنى ومتقدم وقادر على تكوين الاستثمارات اللازمة لتشغيل الموارد المعطلة فان سوق الأوراق المالية بامكانها أن تساهم فى تمكين قوى الإنتاج من القيام بدورها فى دفع عجلة التنمية الاقتصادية إيذاناً ببدء مرحلة الانطلاق.

وقد استهدفت بهذا البحث أمورا منها: الأمر الأول: أن أتقدم ببحث علمى يغطى جوانب القصور والنقص فى المكتبة العربية فى مجال عزَّ على كثير غيرى أن يغامروا بالخوض فيه بسبب ندرة المراجع العربية وعدم غزارة مادتها العلمية. فضلاً عن أن البيوع التى تمارس فى أسواق الأوراق المالية لا يحيط بأصولها وأساليبها وكيفية تنفيذها إلا القلة القليلة التى مارست التعامل مع المؤسسات الدولية وأسواق المال العالمية. لذلك لم يكن من الأمور المثيرة للدهشة أن تتصدر العبارة التالية أحد المراجع الأجنبية التى تعالج مسألة البورصات اذ يقول المؤلف فى مقدمته :

"I am to speak of what all people are busy about, but not one in forty understand (Hartly withers)

فإذا كان شأن شعوب الغرب الجهالة بالبورصات وهى التى نشأت فى حضانتهم وهم أكثر الشعوب انشغالا بها، فما ظننا بشعوب يغلب على ظنها أن هذه البورصات ما هى إلا منتديات للقمار تذوب فيها الثروات ولا يرتادها إلا المقامرون والمغامرون.

لا غرو إذن أن جعلت عمدتى فى البحث لتحصيل المادة العلمية ما أتيح لى من المراجع والموسوعات الأجنبية.

الأمر الثانى: أننى وددت أن أقدم إلى وطنى الذى نبت جسدى على ترابه وعشت على خيراته، وإلى أمة الإسلام التى أكرمنى الله بالانتساب إليها والتى يخفق قلبى حبا لها وإشفاقاً عليها، هذا البحث عن سوق الأوراق المالية بمحاسنها ومساوئها، بعدما بلغت أعلى درجات القناعة باستحالة غياب هذه السوق عن واقعنا

الاقتصادى المعاصر فى ظل قيام وانتشار شركات المساهمة والتى أضحت أبرز معالم هذا العصر ولكن بعد تطهيرها من شوائبها وأدرانها.

الأمر الثالث: أن بعض الباحثين قد اقتحموا من خلال الرسائل العلمية التى أعدوها حديثاً - هذا المجال، وهؤلاء يمكن تقسيمهم إلى فريقين: فريق غلبت عليه النزعة الفقهية بحكم تخصصه، فلم تحظ رسائل هذا الفريق بالعمق الموضوعى والعلمى والعملى، وفريق آخر من ذوى التخصصات الاقتصادية آثروا الوقوف عند الحدود الإقليمية فاكتفوا بدراسات تطبيقية عن الأسواق المحلية، ولذلك ظل الفراغ قائماً لمن ينشد العلم والمعرفة والإحاطة بما يجرى فى الأسواق العالمية.

الأمر الرابع: إننى قد أصابنى الجزع إثر قراءتى لبعض الدراسات التى أعدها بعض العلماء عن الأحكام الشرعية للبياعات التى تجرى فى أسواق الأوراق المالية، حيث استبان لى مدى قصور المادة العلمية فيما نقلوه وكتبوه، ولعل ذلك بسبب اعتمادهم على بعض الكتب التى اختلط فيها الغث بالثمين، وخلا العرض فى معظمها من التمحيص والتحقيق، وجاء تصويرها للبيوع فى هذه الأسواق معيبا وغير أمين. وقد ذهب هؤلاء العلماء يبنون الأحكام فى ضوء ما استقوه من معلومات. ولما كان الحكم على الشىء فرع من تصوره لذلك فان فساد التصور مؤداه فساد الحكم ومخالفته لمقتضى الشرع.

الأمر الخامس: أننى ابتغيت برسالتى هذه أن أشارك فى الصحوة الإسلامية من خلال تقديمى لسوق إسلامية للأوراق المالية بعد أن تعاظم دور هذه الأسواق فى الحياة الاقتصادية.

الأمر السادس: أننا لا نريد للإسلام -الذى كان دائماً وأبداً وسيظل دائماً وأبداً دستوراً للحياة- أن يكون حبيسا فى المساجد ولا أن يبقى مجرد نصوص فى بطون الكتب وإنما نريد أن نراه فى متاجرنا وأسواقنا ميزاناً وافياً وقولاً صادقاً وسلعاً غير مغشوشة وتجارة لن تبور. فذلك هو الدين القيم.

أما منهجى فى البحث فيقوم على التأصيل والإفاضة فى المواضع والمواضيع التى يقتضى عرضها بعض الإسهاب أو التفصيل، إما لعدم تصدى المراجع العربية لموضوعاتها أو لعدم ولوجها فى تفاصيلها أو لتصحيح مفاهيم خاطئة، ثم بناء الأحكام الشرعية على أساسها.

وإنى أتناول المسألة فأبدا بتعريفها وطبيعتها ثم الخوض فى بعض تفاصيلها فإن تعددت التعريفات ورأيت فى ذكرها فائدة فأذكرها إما لإثبات إجماع الرأى عليها أو لأنها فى مجملها تصل بنا إلى التعريف الأشمل والأمثل، وإن بدا لى أن أجمع بين سائر التعريفات فى تعريف واحد يزيد من قوتها ولا يخل بمعانيها فعلت.

وقد لجأت فى كثير من المواضع إلى الاستشهاد ببعض النصوص الأجنبية وجعلتها فى صلب صفحات الرسالة ولم أجعلها فى عجزها إما لأهميتها وعلو قدرها فى ذلك المقام أو لأنى رأيت فيها حجة واضحة فى المسائل التى احتدم الخلاف بشأنها لنقطع بهذا على أهل الزيف زيفهم. ونرد الذين اختلط عليهم الأمر إلى صوابهم.

وفى المسائل المحسومة سلكت مسلك الاختصار، أما المسائل التى احتدم الجدال بشأنها ورأيت أن الجهالة تحيطها فقد أخذت منها بنصيب من إطالة ذيول الكلام والشرح والإسهاب.

ولما كان لسوق الأوراق المالية شقان أحدهما يتعلق بالجانب التنظيمى والآخر يتعلق بالجانب الوظيفى ونقصد به البياعات فقد آثرنا أن تكون المسائل التنظيمية فى باب، والبيوع فى باب آخر، فكافة البيوع التى يجرى تنفيذها فى السوق يتعين إثبات الحكم أو الرأى الشرعى فيها، ولكن الأمر يختلف فى المسائل التنظيمية إذ أنه نادراً ما يتعارض بعضها مع قواعد الفقة الإسلامى، فإذا تعارضت إحداهما ذكرنا الحكم الشرعى فيها.

وقد كان عمدتنا فيما توصلنا إليه من أحكام، الأدلة الثابتة بالكتاب والسنة والإجماع وأقوال الفقهاء والفتاوى الشرعية التى انتهت إليها المجامع الفقهية فى المسائل الاقتصادية.

وقد أتعرض فى بعض المسائل لبعض آراء الفقهاء المعاصرين مناقشاً لها مرجحاً للرأى الراجح منها بالدليل الشرعى.

وقد حرصت كل الحرص من خلال هذا البحث على أن أذلل للباحثين فى هذا المجال الصعاب التى لقيتها والتى قد تخور أمامها عزائم الرجال الأشداء، فضمنت بحثى هذا مسائل لم تعالجها أى من المؤلفات العربية أو الرسائل العلمية التى تتناول أسواق الأوراق المالية، وحسبى أن أشير إلى نماذج محدودة فى هذا الصدد:

١- تصديت لمسألة لم يقطع فيها أحد قبلى برأى فيما قرأت وعلمت سوى من استقيت العلم منهم وهذه المسألة هى التأصيل التاريخى للبورصة وأصل اشتقاق لفظها. وقد كلفنى ذلك الاتصال بإحدى الدول الأجنبية الغربية ومخاطبة سفيرها وتبادل المراسلات معه للوقوف على الحقائق التاريخية لأول بورصة فى العالم شهدتها مدينة بروج "Bruges" البلجيكية.

٢- من المسائل التى عالجتها أيضاً وأغلب الظن عندى خلو المراجع العربية منها هى كيفية التعامل فى الأسواق غير الرسمية ونظم التسعير فيها.

٣- رغم أن كثيرا من الكتاب والباحثين قد خاضوا فى مسألة البيع على المكشوف فى بورصات الأوراق المالية والبورصات السلعية إلا أن أحداً منهم - فيما علمت وقرأت- لم يذع أسرار هذه البيوع وميكانيكيتها والأسلوب الشائن الذى يجرى به تنفيذها والدور الذى يلعبه السمسار فى تنفيذ أوامر العملاء من حيث كونه فضوليا فى تصرفاته. وترجع أهمية الكشف عن سوءة هذه البيوع إلى أن نفراً من الفقهاء الذين لا نتهمهم فى دينهم ولا نشك فى ورعهم أباح البيوع

العاجلة فى البورصات جملة، ظنا منهم أن البيع على المكشوف من البيوع الآجلة، بينما ذهب فريق منهم إلى إجازة هذا النوع من البيوع افتئاتا على الشريعة الإسلامية(١).

٤- تطرقت من خلال البحث إلى طرق تنفيذ العمليات فى بورصة لندن وبورصة وول ستريت بأمريكا وأظهرت وجه الخلاف بينهما، وهو الأمر الذى كان موضع خلط من جانب الناقلين من الباحثين والدارسين.

٥- خرجت على تقاليد وكتابات الأولين التى تناولت فيما يشبة الإجماع تكييف البيوع العاجلة التى يجرى تنفيذها فى هذه الأسواق على أنها من بيع المزاد، وأبنت وجه الخطأ فيما استبنته فى هذه المسألة، واجتهدت فى التصحيح وتصويب التكييف.

٦- قمت بإزالة وجوه الخلط والالتباس فيما اشتبة على الخاصة وعامة الناس فى شأن عقد الوكالة وعقد السمسرة والذى ترتب عليه إلصاق صفة السمسار على الوكيل بالعمولة فى هذه الأسواق، وقمت بتصويب هذا الخطأ والذى لم تسلم منه اللوائح والقوانين المعمول بها فى مصر وفى بلاد غيرها.

٧- قمت كذلك بكشف القناع عن زيف نظرية الرافعة المالية فعرضت للنموذج الذى قدمته إحدى الموسوعات الأمريكية والتى تسعى إلى إثبات أن الاقتراض بالفائدة الربوية خير من اللجوء إلى زيادة رءوس أموال الشركات أو أية وسيلة من وسائل التمويل بالطرق الشرعية وقد قمت بتصوير هذا النموذج لبيان فساد رأيهم واعوجاج فكرهم خاصة وأن النموذج قام على افتراضات فاسدة.

٨- تناولت فى عرض واف البيوع الشرطية الخيارية «وان شئت فقل عقود الامتياز» بمسمياتها ومصطلحاتها فى الأسواق الأجنبية والتى يتعذر على

---

(١) من المراجع التى أجازت هذه البيوع، معاملات البورصة فى الشريعة الإسلامية، د. محمد الشحات سنة ٨٨ دار النهضة، وكذلك تعقيب د. على عبد القادر على بحث حكم التشريع الإسلامى فى مسائل البورصة- الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية ج ٥ .

الباحث المجتهد الوقوف على دقائق تفاصيلها ومفاهيمها من خلال المراجع العلمية العربية خاصة مع دقة تفاصيلها وصعوبة التمييز بين أنواعها.

٩- استعنت بالمراجع الأجنبية فى اثبات بطلان وفساد البيوع الشرطية الخيارية التى يجرى تنفيذها فى أسواق الأوراق المالية والتى تقوم على الرهان من جانب المقامرين على ارتفاع الأسعار وانخفاضها، ودفعنى إلى ذلك تطوع نفر من علماء المسلمين إلى القول بحل هذه المعاملات وأنها من بيع الخيار الذى أباحته الشريعة الإسلامية دون تمييز بين خيار فيه ضياع حقوق العباد، وخيار لمن فى البياعات وتقل خبرته فى مسائل البيع والشراء والتعامل فى الأسواق.

فنقلت عن الكتاب الغربيين الذين يفصلون بين الدنيا والدين وهم الذين نشأت البورصات فى حضانتهم - قولهم بأن هذه البيوع من قبيل الرهان والقمار.

١٠- عالجت مسألة المؤشرات العالمية التى يجرى استخدامها فى قياس حركة واتجاهات الأسعار فى أسواق الأوراق المالية العالمية ولا يوجد مرجع عربى واحد تضمه المكتبات العامة المصرية يتصدى لهذه المسألة الحيوية.

١١- قمت بمحاولة إعداد مؤشر لاتجاهات الأسعار فى بورصة الأوراق المالية بالقاهرة واستغرق ذلك منى وقتا طويلاً واستنفذ جهداً كبيراً واعتمدت فى تركيبه على طريقة باشه "Bashe index number" وذلك بالنسبة للأوزان وأسلوب الوسط المتحرك كبديل عن الأساس الثابت بما يتلاءم فى رأيى مع ظروف السوق فى مصر والمؤشر على هذا النحو يعتمد على كميات فترة المقارنة والأساس المتحرك.

عناصــــر البحــث:

وضعت هذه الرسالة فى مقدمة وبابين وخاتمة، وجعلت كل باب فى ثلاثة فصول وكل فصل فى ثلاثة مباحث.

أما الباب الأول فيتصدى لماهية البورصة، ونشأة الأسواق وتطورها بوجه عام،

وماهية سوق الأوراق ووجه الشبه والخلاف بينها وبين غيرها من الأسواق بوجه خاص - كما تناولت فى هذا الباب وظائف البورصة، وأهمية السوق الأولية والسوق الثانوية بوصفهما شقى سوق الأوراق المالية، ثم عرجت إلى السوق غير الرسمية، فتصديت لأسلوب التعامل مع طائفة «الديلرز» فى هذه الأسواق، وهم الذين يشتغلون فى المتاجرة بالأوراق المالية ولهم حوانيت وأماكن مخصوصة لتنفيذ عمليات البيع والشراء وتصديت كذلك لما يعرف بالسوق الثالثة واتبعتها بالرابعة. وتحدثت كذلك من خلال هذا الباب عن معايير الكفاءة فى الأسواق ودور جهاز السوق فى تحديد اتجاهات الأسعار وأهم النظريات التى تعالجها، والمؤشرات التى يجرى استخدامها فى قياس الظواهر السوقية والدورات الاقتصادية.

كما عرضت تفصيلا من خلال هذا الباب للأوامر التى تصدر من العملاء إلى الوكلاء وهم طائفة السماسرة والوسطاء وكذلك لكيفية تنفيذ هذه الأوامر فى البورصات المحلية وأشهر البورصات العالمية.

ثم تصديت لمسألة الوسطاء الذين لهم حق التعامل فى هذه البورصات وموقف الفقة الإسلامى منهم. وتعرضت فى هذا الباب أيضاً لمسألة التخلف الاقتصادى وعملية التنمية الاقتصادية، ودور سوق الأوراق المالية فى تمويلها. ولم يفتنى أن أعرض من خلال هذا الباب للمدرسة الأخلاقية، والتى تخضع القيم الاقتصادية للقيم الدينية، ثم تشخيص المشكلة الاقتصادية من منظور إسلامى.

أما الباب الثانى، فتحدثت من خلاله عن البيوع التى تجرى فى أسواق الأوراق المالية، ونظرة الشريعة الإسلامية إليها، واقتضى ذلك التصدى لمسألة الشركات فى الفقة الإسلامى والتى عرجت منها إلى شركة المساهمة ثم عرضت لموقف الشريعة الإسلامية منها. وتناولت وأنا بصدد الوقوف على الحكم الشرعى حجج المبيحين وكذلك حجج المحرمين، ثم ناقشت حجج الفريقين. كما تناولت الأدوات التى يجرى التعامل عليها فى هذه الأسواق وهى الأسهم بمختلف أنواعها والسندات بأنواعها التقليدية والمستحدثة أيضاً. وطبيعة كل أداة من هذه الأدوات وعرضت لموقف الفقه الإسلامى من كافة الأدوات التى تناولتها بالبحث.

تناولت كذلك البيوع العاجلة فى بورصة الأوراق المالية، فعالجت مسألة البيع بالمزاد أو ما يسمى فى الشريعة الإسلامية ببيع المزايدة، وموقف الشريعة الإسلامية منه ثم عرضت لمسألة البيع على المكشوف، وهو بيع الإنسان ما ليس عنده، وتناولته ضمن البيوع العاجلة، وعرضت لموقف الشريعة الإسلامية من هذا النوع من البيوع، وكذلك البيع بالحد، وموقف الفقة الإسلامى منه.

تناولت بعد ذلك البيوع الآجلة من حيث مفهوم البيع الآجل فى الإسلام، ثم موقف الإسلام من البيوع المصطلح عليها فى البورصات بالبيوع الآجلة، وتصديت بعد ذلك للبيوع الآجلة الخيارية الشرطية أو ما يسمى عند البعض بعقود الامتياز "Options" وتناولت على وجه التفصيل مفهوم هذه البيوع ووجه الخلاف بين عقود الامتياز أو البيوع الخيارية فى الأسواق الأمريكية والأسواق الأوروبية.

قدمت بعد ذلك موجزا للبحث، تلته الخاتمة والتى تحمل توصية واحدة، وعدة مقترحات. أما التوصية فهى إقامة سوق أوراق مالية إسلامية غير اقليمية. وأما المقترحات فتتضمن بعض الأسس اللازمة لقيام هذه السوق.

وإنى فى ختام هذه المقدمة والتى طفت من خلالها حول هذا البحث طوافاً عابراً أقسم غير حانث أنى قد بذلت غاية جهدى وأفرغت كل وسعى بغية الوصول بهذا البحث إلى غايته المنشودة. وإننى إذ غلب على الظن أننى قد ضربت أنف هذا الأمر وعينه وقلبت ظهره وبطنه تذكرت استيلاء النقص على البشر فأخذت أعيد النظر فيما كتبت وتذكرت قول من قال من العارفين:

«إنى رأيت أن لا يكتب أحد كتاباً فى يومه إلا قال فى غده لو غير هذا لكان أحسن، ولو زيد هذا لكان يستحسن، ولو قدم هذا لكان أفضل، ولو ترك هذا لكان أجمل وهذا من أعظم العبر على استيلاء النقص على البشر».

فهذا ما قدرت عليه، فإن كنت أحسنت فمن الله وأرجو أن يجزينى عنه خيراً. وإن كنت أخطأت فمن نفسى وأسال الله أن يعفو عنى، والله الهادى إلى الصواب.

والحمد لله رب العالمين

سمير عبد الحميد رضوان

الباب الأول

أسواق الأوراق المالية ودورها
فى تمويل التنمية الاقتصادية

ويتكون هذا الباب من ثلاثة فصول :

الفصل الأول : سوق الأوراق المالية .

المفهوم – الوظائف – معايير الكفاءة

الفصل الثانى : طرق وأساليب تنفيذ العمليات فى مختلف البورصات والقوانين الحاكمة للتعامل فى بعض البورصات

الفصل الثالث: التنمية الاقتصادية ودور سوق الأوراق المالية فى تمويلها

تمهيد

السوق لغةً هى موضع البياعات، وسميت بذلك لأن التجارة تجلب إليها وتساق نحوها المبيعات وفى التنزيل العزيز { إلا إنهم ليأكلون الطعام ويمشون فى الأسواق}(١) .

والسوق بمعناها الحرفى الذى استقر فى الأذهان وسيطر على الأفهام هى المكان الذى تباع فيه السلع وتشترى(٢) .

ونظراً لأن تعريف السوق على الوجه المتقدم ينطوى على جعل المكان أحد أركانه وشرطاً أساسياً لقيامه، بينما لايصدق هذاالمفهوم إلا على المجتمعات البدائية التى عرفت نظم المقايضة(٣) منذ أقدم العصور ومارست التجارة منذ فجرالتاريخ(٤) بعد

---

(١) لسان العرب - لابن منظور - طبعة دار المعارف - والآية من سورة الفرقان رقم ٢٠.

(2)Encyclopaedia Britannica vol.11

(٣) المقايضة هى أسبق أشكال المبادلة تاريخيا. ومن الثابت أن الجماعات البدائية لم تعرف البيوع فى الأسواق حتى القرن الثامن قبل الميلاد، ومع هذا فما زالت المقايضة قائمة فى كثير من المجتمعات حتى وقتنا هذا «الموسوعة العربية الميسرة» والمقايضة هى مبادلة المرء غيره مايفيض عن حاجته بما هو فى حاجة إليه، ويحدثنا التاريخ أن بابل كانت فى القرن السادس قبل الميلاد مستودعاً عالميا، تجرى فيها المقايضات بالسلع التى كانت تحملها القوافل «جورج لوفران- تاريخ التجارة منذ أقدم العصور حتى العصر الحديث- ترجمة هاشم الحسيني- مكتبة الحياة- بيروت «وطيلة القرون الوسطى كانت السفن العربية تمخر المحيط الهندى من الموزمبيق التى احتلتها البرتغال فى القرن السادس عشر إلى ملبار وهى ساحل هام غرب الهند «ابن بطوطه- تحفة النظار فى غرائب الأمصار وعجائب الأسفار» هذا وتتميز المقايضة عن البيع ان بديليها ليسا من النقود ولذا يعتبر كل مقايض بائعاً ومشترياً فى وقت واحد، فهو بائع للشئ الذى قايض به، ومشتريا للشىء الذى قايض عليه» د. أنور سلطان- العقود المسماه طبعة ١٩٥١.

(٤) ويرى أستاذنا الدكتور عبد الحميد الغزالى أنه بظهور نوع من التخصص فى الإنتاج ودرجة من تقسيم العمل الجماعى انتقلت المجتمعات البشرية البدائية - نتيجة لذلك - من مرحلة الاقتصاد الذاتى حيث كان الفرد ينتج ما يكفى بالكاد لبقائه على قيد الحياة، إلى مرحلة ظهور الفائض الانتاجى. وبالتالى قيام الاقتصاد التبادلى، ومن ثم ظهر نظام المقايضة كأول نظام للتبادل عرفته البشرية (أ. د. عبد الحميد الغزالى - مقدمة فى الاقتصاديات الكلية ط ٨٧ ص ١٤٠).

ولعل أبرز أشكال المقايضة ما يسمى التجارة الصامتة « Silent trade » والتى لا يحدث من خلالها إلتقاء بين الأطراف الراغبين فى التبادل.

وتتم هذه المبادلات عندما يقوم أحد الأطراف أو الجماعات بترك سلعهم فى مكان معين مخصص لهذا الغرض، وتذهب مجموعات أخرى لذات المكان ومعها السلع التى ترغب فى مبادلتها، فاذا ما توافقت الرغبات تركت ما معها من سلع فى ذات المكان وأخذت السلع الأخرى محلها. وميزة هذا النوع أن التبادل يتم حتى بين الجماعات المتنافرة والتى لا يتصور قيام تبادل بينها بالطرق العادية المألوفة (الموسوعة الأمريكية مجلد ٣ ص ٢٧٦).

أن أحاطتها بطقوس دقيقة مازال علماء الاجتماع يسعون فى ولوجها، فلاغرو أن تبدلت المفاهيم، فمع تفسخ النظام البدائى، وتبدل حياة المجتمعات، وتقدم الفن الإنتاجي، ونمو قوى الإنتاج، وانتشار وسائل المواصلات وخاصة السكك الحديدية. والسفن التجارية، وسبل الاتصال وخاصة الهاتفية والبريدية، اتسع مفهوم السوق ليشمل كل النطاق الجغرافى الذى يتنافس فيه البائعون، ويحصل الإتصال من خلاله بين البائعين والمشترين بوسيلة أو بأخرى، وتتحدد الأسعار فتميل إلى التساوى بالنسبة للسلع المتماثلة فى الأزمان والمواقيت الواحدة(١) .

ولا غرابة أن امتد مفهوم السوق ليشمل الأسواق المستقبلية Future markets والتى يجرى من خلالها التعاقد على بيع وشراء سلع لم تنتج بعد، بل إن أغلب عمليات البيع والشراء التى يتم التعاقد عليها من خلال هذه الأسواق لا يترتب عليها تمليك ولا تملك ولا تسليم ولا تسلم لأن أغلبها عمليات صورية.

ويستفاد مما تقدم أن وحدة المكان ليست شرطاً وأن تشتت التجار ليس قيداً فقد أصبحت المعمورة كلها سوقاً واحدة(٢) .

---

(١) وقد عبر السيد ألفريد مارشال عن ذلك بقوله:

"As Courant says," Economists understand by the term market not any particular Marketplace in which things are bought and sold, but the whole of the geographical area in which buyers and the sellers in such free intercourse with one another, that the prices of the same goods tend to equality easily and quicklly.

"Alfred Marshall - Principles of economics - eigth edition P. 270.

ولعله من المثير حقا، أن بعض الشعوب غير البدائية مازالت تمارس المقايضة حتى الآن ومن هذه الدول التى تمارس أشكالا متقدمة للمقايضة الولايات المتحدة الأمريكية، ونحيل الى الموسوعة الأمريكية الجزء الثالث من يبتغى المزيد من التفصيل فى هذا الصدد.

(٢) وقد عبر السيد Alfred Marshall فى عبارة جزيلة من المعنى المتقدم بقوله

The distinction of locality is not necessary. the traders may be spread over a whole town or region of a country, and yet make a market if they are, by means of fairs, meetings, published price lists, the post office, or otherwise in close communication with each other.

وأضاف السيد أنه كلما اقترب السوق إلى السوق الكاملة كلما قوى الاتجاه نحو تساوى الثمن المدفوع لذات السلعة فى ذات الزمن فى كل أنحاء السوق وهو ما عبر عنه بقوله:

The more nearly perfect a market is, the stronger is the tendeney for the same price to be paid for the same thing, at the same time in all parts of the market.
(principles of economics eigth ed, op. cit. p. 270).

تاريخ الأسواق :

تاريخ الجماعة البشرية يستدل به على أن الأسواق قد مرت بعدة أطوار متعاقبة منذ نشأتها إلى وقتنا هذا، وأول هذه الأطوار هو ما عرف بالنظام العائلى حيث كان الناس حينذاك منقسمين إلى جماعات وعشائر فاستقلت كل جماعة بنظامها الاقتصادى فكانت تكفى حاجاتها بنفسها دون أن تلجأ لغيرها حيث كانت الحاجات قليلة والروابط بين الجماعات تكاد أن تكون معدومة لقلة وسائل النقل وتأخرها، ومن ثم لم يكن هناك حاجة إلى التبادل ولم يظهر بالتالى تقسيم العمل، وبزيادة الحاجات بدأ ظهور النظام الطائفى الذى إنتشر فى القرون الوسطى وصار المنتج ينتج لنفسه ولغيره وفقاً للطلب ولكن فى حدود قريته، وبزيادة عدد السكان وإنتشار العمران أخذ التجار يجتمعون فى أوقات معينة وأماكن مخصصة لتبادل السلع وسائر العروض، وتكررت هذه الاجتماعات من وقت لآخر فكانت تعقد مرة أو مرتين كل عام(١) ثم بدأت هذه الأشكال تتطور وتأخذ صوراً متعددة فظهرت الأسواق الدائمة والموسمية والأسبوعية(٢) . واتخذت أسماء لها(٣)، وكل

---

(١) د. عبد العزيز مهنا : الأسواق وتصريف المنتجات.

(٢) الأسواق الدائمة هى أماكن معينة منتشرة داخل القرى حيث توجد الحوانيت التجارية، ويتخذ البائعون من هذه الأماكن مواقع ثابتة لعرض ما لديهم من سلع ويتجمع الناس فى هذه الأماكن بل ويتوافدون إليها من القرى المجاورة التى لا تتوفر لديها مثل هذه السلع وأما الأسواق الموسمية فهى التى ترتبط بزمن معين ومكان محدد، ففى الموالد والأعياد التى تقام فى بعض القرى وخاصة لذوى الكرامة من الأولياء يتوافد الخلق من القرى المجاورة أفراداً وجماعات بما يتفق مع التقاليد والأعراف والقيم والمعتقدات السائدة فى هذه المجتمعات، وتقام الأسواق ويجرى فيها تبادل شتى السلع والمنتجات وأما الأسواق الاسبوعية فهى التى تقام فى القرى وضواحى المدن فى أيام محدودة من أيام الاسبوع ويأتى إليها الناس من القرى المجاورة والتى تقام فيها أيضاً أسواقا مماثلة وتؤلف هذه القرى مجتمعة نسقاً واحداً تكون القرية وحدته ويماثل هذا النمط النظام الشمسى حيث يتوسط سوق القرية الدائم الأسواق الصغيرة للقرى المحيطة انظر: -

Eric wolf - peasants - prentic Hall Inc, 1966 P. 40 - Nash - Premetive and peasant Economic Systems - Chandler publishing Co, Califorinia 1966. P. 60.

(٣) وتتسمى السوق بإسم السلع التى اشتهرت بها ومن الأمثلة على ذلك سوق السلاح وسوق الليمون وسوق الخضر وسوق البلح وسوق الغلال وكلها فى مصر – كما قد تتسمى السوق بأسماء بعض البلاد التى وجدت فيها كسوق الفسطاط وكفر الدوار فى مصر وسوق حضرموت فى اليمن وعكاظ ومجن وذو المجاز فى المملكة العربية السعودية، ويعتبر سوق عكاظ من أشهر الأسواق التقليدية وأعظمها فى تاريخ العرب فى العصر الجاهلى اذ كانت معرضاً للانتاج المادى والفكرى ومنتدى لتبادل العلوم والفنون ووسيلة اتصال وإعلام.

هذه الأنماط لا تخرج عن نطاق الأسواق التقليدية والتى يعتبر المكان أحد أركانها وشروطاً أساسياً لقيامها.

ومع تفسخ النظام الإقطاعى وظهور الرأسمالية التجارية[١] فى القرن الثالث عشر الميلادى تبوأت التجارة مركز الصدارة بين سائر الأنشطة الاقتصادية، الأمر الذى أدى إلى الاهتمام بالأسواق ونموها وإتساعها وإنتشارها ورعاية الدولة لها[٢] واذ سعت الرأسمالية التجارية لفتح مزيد من الأسواق لتصريف منتجاتها وفتح منافذ وقنوات جديدة لصادراتها وكان سبيلها إلى ذلك التوسع فى المستعمرات فيما وراء البحار[٣]. فان الكشوف البحرية الكبرى التى بدأت قبل أفول القرن الخامس عشر بسنوات قليلة وبعد مقدم القرن السادس بسنوات مماثلة تقريباً - تمخضت أيضاً عن ضم كثير من المستعمرات إلى أسبانيا والبرتغال ثم إلى الدول الأكثر نشاطاً وهى هولندا وانجلترا وأمريكا[٤] وصارت هذه المستعمرات المترامية الأطراف أسواقاً مفتوحة تجلب اليها المنتجات وتجتلب منها المواد الأولية والخامات وساحة لصيد ذوى البشرة السوداء الذين كان يتم ترحيلهم إلى هذه البلاد ليدفنوا تحت المناجم احياء. كما كان للثورة الصناعية التى بدأت فى انجلترا فى النصف الثانى من القرن الثامن عشر، وفى أمريكا فى بداية القرن التاسع عشر أعظم الأثر على التجارة والأسواق[٥] إذ زاد التعامل وتوطد العلاقات التجارية بين الدول

---

(١) الرأسمالية التجارية Commercial Capitalism هى وريث النظام الإقطاعى وقد اصطلح الاقتصاديون على تسميتها "mercantilism" ورغم أن مسماها موضع خلاف بين بعض الاقتصاديين إلا أن الثابت أن أصل هذه التسمية كما ورد فى الموسوعة الأمريكية ج ١٨:

mercantile "The name applied to a set of economic Views prevailing in Europe from the 16 Th to the 18 Th Centuries. Adam smith called it merecantile system and the term mercantilism is derived from that.

(2)George Dalton: Economic system of society - politicul Economy, B. T. Mecormic. P. 30.

(٣) الموسوعة الأمريكية - مرجع سابق.

(٤) د. أحمد جامع - الرأسمالية الناشئة.

(٥) حسين تيمور بك - البورصة وتجارة القطن طبعة سنة ١٩١٧.

بعضها البعض وبين الدول ومستعمراتها وأسست شركات النقل[1] وحل الانتاج الكبير محل الانتاج الصغير وتعاظمت كمية المواد الخام التى تحتاج إليها الصناعات، وعدل التاجر من عاداته القديمة وهى السفر بتجارته فلم يعد ثمة ضرورة لأن يحمل التجار بضائعهم بأنفسهم وأن يسافروا فى قوافل مسلحة[2] فاستعملت العقود وأصبحت المدن الكبرى ملتقى التجار والعملاء حيث يجتمعون فى أماكن مخصوصة أطلق عليها البورصات، وترتب على ذلك زوال الطابع الشخصى للعلاقات الإقتصادية بظهور البورصات السلعية وهى أقدم وأسبق إلى الظهور من بورصات الأوراق المالية حيث لم تكن شركات المساهمة قد عرفت قبل القرن السابع العشر.

(١) د. عيسى عبده – حسن لبيب – سامى وهبه – البورصات المطبعة «الأميرية» سنة ١٩٤٧.

(2)Money Banking and credit in Medieval Bruges - A study in the origns of Banking (Rymond De Roover, Ph. D. - Mediaeval Academy Of America. 1948.

الفصل الأول

سوق الأوراق المالية

المفهوم – الوظائف – معايير الكفاءة

ويتكون هذا الفصل من ثلاثة مباحث:

المبحث الأول : ماهية سوق الأوراق المالية ووجه الشبه والاختلاف بينها وبين غيرها من الأسواق.

المبحث الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية.

المبحث الثالث: معايير الكفاءة ودور جهاز السوق في تحديد حركة واتجاهات الأسعار.

المبحث الأول
ماهية سوق الأوراق المالية ووجه الشبه والاختلاف بينها وبين غيرها من الأسواق

ماهية بورصة الأوراق المالية:

البورصة سوق منظمة تقام فى مكان ثابت يتولى إدارتها والإشراف عليها هيئة لها نظامها الخاص، تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد، يؤمها المتعاملون فى الأسهم والسندات من الراغبين فى الاستثمار، والناشدون الإستفادة من تقلبات الأسعار. تنعقد جلساتها فى المقصورة يوميا حيث يقوم الوسطاء الماليون بتنفيذ أوامر البائعين والمشترين[1] .

التأصيل التاريخى للفظ البورصة : The Origin of the term "Bourse"

بالنسبة لأصل كلمة «بورصة» فلم يقطع فيها السابقون برأى يطمئن إليه المحققون ويستوثق به الباحثون والدارسون، وان تقاربت أقوالهم وتشابهت آراؤهم، ونعرض هنا لأهم ما ورد فى كتب المتخصصين وأسفار العلماء والمؤرخين: يقول الدكتور أحمد زكى موسى هيكل اختلف المؤرخون فى الأصل الذى اشتقت منه

---

(1)The stock market is a place Where such investments are bought and sold at prices dependent upon the relation of supply and demand charles Amos Dice - the stock market - Mc graw Hill Book co Inc 1952.

--The Security Market is a place Where buyers and sellers come to gether to trade in securities (fredrick. Amling- Investment - Fourth edition - prentice Hall Inc, New Jersy).

-The stock Market is an organization which provides a market place and facilites for the purchase and sale of selected government and corporate securities. (American peoples Encyclopaedia Vol 17. P. 319).

-A stock exchange is an organised market for dealing in securities of businesses and governments (Encyclopaedia Britanica Vol. 16.)

كلمة بورصة فمنهم من يقول أن سبب استعمال كلمة بورصة هو ما حدث فى مدينة بروج "Bruges" البلچيكية حيث كان التجار يجتمعون فى منزل أحد أعيانهم وهو «فان دى بورص» وكان ذلك هو السبب فى استعمال اصطلاح البورصة واردف قائلا، وهناك رأى آخر يقول ان هذه العائلة كان لها فندق خاص اشتهر باسمها حيث كان التجار الفلورانتيون يجتمعون، بينما يقول البعض الآخر أن إجتماعات البورصة كانت تعقد فى منزل أحد صيارفة المدينة، وكان يضع كيساً من النقود على واجهة المنزل، وان كلمة بورصة "Bourse" الفرنسية تعنى بالعربية كيس، واستطرد قائلاً، والظاهر أن هذا المعنى هو الذى يحمل المعنى الدقيق، إذ أن هذه المنطقة التى يعزى إليها هذا الرأى بجانب الحدود الفرنسية حيث يتكلم أهل الاقليم اللغة الفرنسية[١].

بينما يرى د. مقبل جميعى أن السبب فى استعمال لفظ بورصة فى القرن السادس عشر هو ما قيل أن بعض التجار الفلورانتيين كانوا ينزلون بفندق لعائلة تسمى van der Bourse بمدينة بروج وكان عمل أفراد هذه العائلة هو الوساطة بين هؤلاء التجار. قال. وقيل أن التجار كانوا يجتمعون فى منزل لأحد الصيارفة الذى نقش على واجهة منزله ما يدل على حرفته وهو ثلاثة أكياس من النقود ووفق البعض بين هذين الفكرين فقالوا إن رب الدار كان صيرفياً، ونقشه الأكياس على واجهة منزله دلالة على حرفته، وسميت العائلة بهذا الاسم "Bourse" الذى اشتق منه اسم البورصة[٢] بينما يقول جول خلاط، «كان تجار مدينة بروج عاصمة بلاد الفلمنك الغربية فى بلجيكا فى القرن السادس عشر الميلادى يجتمعون فى قصر تاجر غنى يدعى Van Der Bourse لذلك أطلق اسم صاحب القصر على كل مكان أو اجتماع تكون غايته تداول الأعمال التجارية، وأردف قائلاً، ولما كانت مدينة بروج على جانب عظيم من الرخاء والنفوذ فى ذلك العصر جاز ألا تكون هذه الحكاية أقصوصة»[٣] .

---

(١) د. أحمد زكى هيكل – عمليات البورصة فى مصر طبعه أولى سنة ١٩٤٩.

(٢) د. مقبل جميعى – الأسواق والبورصات.

(٣) رئيس بورصة البضائع فى مصر (سابقاً) نقلاً عن كتابه «أعمال البورصة فى مصر مطبعة البصير بالاسكندرية سنة ١٩٣٨».

ومجمل القول أن كافة الروايات التى تناقلها الدارسون والباحثون والكتاب المتخصصون تفتقر إلى الدليل، ويشق على الباحث التمييز من خلالها بين الخبر الصحيح والسقيم، فالروايات جميعاً محمولة على عدد من الاحتمالات ليس أحدهما أظهر ولا أوثق من الآخر وهو الأمر الذى يبين من عباراتهم الرخوة والتى لا تقطع فى أمر ولا تحسمه وحسبنا إبراز سياق العبارات هنا:

اختلف المؤرخون فى الأصل.... فمنهم من يقول ..... وهناك رأى يقول ..... وآخر يقول «قيل ان بعض التجار الفلورانتيين ..... وقيل إن التجار..... ووفق البعض بين هذين الفكرين بقوله......

وآخر يقول «ولما كانت مدينة بروج.... جاز ألا تكون هذه الرواية أقصوصة.

وإذ من الثابت على الوجه المتقدم أن رواياتهم جميعا ظنية وليس فيها خبر قطعى الثبوت يمكن التعويل عليه والنقل عنه، فلم يكن هناك بد لمن أراد التحقيق إلا أن يبذل غاية جهده بالبحث والتمحيص، وخروجا من دائرة الظن إلى عين اليقين، لذلك هممت بمراسلة إحدى بلاد الفرنجة والتى نشأت أول بورصة فى حضانتها وهى «بلجيكا» فوقفت على الحقيقة الغائبة.

تشير الوثائق التى وافانى بها سعادة السفير البلجيكى فى مصر بأنه فى نهاية القرن الثالث عشر الميلادى بدأت بيوت التجارة والصرافة الإيطالية فى الهجرة إلى بلاد الفلندر الشهيرة ببلاد الفلمنك، وما إن وطد الإيطاليون أقدامهم فى هذه البلاد حتى شرعوا فى إقامة مستعمراتهم فى واحدة من أشهر المدن والمراكز التجارية العالمية فى ذلك الحين وهى مدينة بروج "Bruges" البلجيكية، واتخذت القنصليات الايطالية الثلاث لكل من جنوة والبندقية وفلورنسا مقراً دائماً لكل منها فى قلب حى الأعمال فى هذه المدينة، وكان لتجمع هذه القنصليات فى مكان واحد أن أصبح هذا المكان مرغوباً من جانب الايطاليين وصار مهبط التجار ورجال الأعمال. ولما كان من الثابت تاريخياً أن المقر الدائم لقنصلية البندقية كان فى سابق عهده

فندقاً مملوكاً لعائلة «فان ديربيرس» البلجيكية "van Der Beurse" والتى اشتهر عن أفرادها من الأجداد إلى الأحفاد اشتغالهم بأعمال الوساطة والسمسرة لنزلاء الفنادق الوافدين على المدينة "Broker - innkeapers" وذلك طيلة القرن الرابع عشر والنصف الأول من القرن الخامس عشر، فلم يكن مستغرباً أن يتسمى الميدان - الذى تحيطه القنصليات الثلاث وصار ملتقى التجار الذين يتعاملون فى مختلف أنواع السلع وتجمع رجال الأعمال - باسم هذه العائلة، نقصد عائلة فان ديربيرس. وقد دعت هذه الظروف إلى إطلاق لفظ البورصة فيما بعد على ذلك المكان المتسع الذى كانت تحيطه الأروقة وتتوسطه الأعمدة فى مدينة انترب Antwerb الفلندرية المعروفة بانفرس(١) . حيث أقيمت هذه البورصة على أنقاض بورصة بروج التى احتفظت لنفسها بمركز الصدارة فى المال والتجارة خلال الفترة من سنة ١٣٠٠م إلى ١٤٥٠م(٢) ، وقد دشنت أنفرس بورصتها التجارية سنة ١٤٨٥م بعد أن أزاحت بروج من طريقها وقامت بتوسيعها سنة ١٥٣٠م فاستوعبت التجار من كل صوب وحدب(٣) .

ولكن يظل السؤال مطروحا إذا كان لفظ البورصة قد اشتق من اسم عائلة Van Der Beurse فإن ثمة اختلافاً بين الاسم الذى أطلق عليه المكان أو الميدان الذى يلتقى فيه التجار Bourse وبين لقب هذه العائلة الذى اشتق منه لفظ البورصة وهو Bourse وحقيقة الأمر انه لاخلاف ولا اختلاف؛ إذ من الثابت أيضا أن هذه العائلة قد اكتسبت هذا الاسم من أكياس النقود الثلاثة التى كانت تعتلى باب الفندق الذى كانت تملكه قبل أن يصبح مقراً دائماً لقنصلية البندقية وكلمة Bourse باللغة الجرمانية(٤) ، تعنى كيس النقود وهى بالألمانية وبالفرنسية

---

(١) مدينة انفرس باللغة الفلندرية Antwerp والانجليزية Antorp وهى ولاية فى بلجيكا لغة العامة فيها فلمنكية ومعظم صادرات بلجيكا تمربها.

(٢) انظر الملاحق- ملحق رقم(١) الوثائق التاريخية للبورصة التى وافانى بها السفير البلجيكى وكذا المراسلات المتبادلة مع سيادته.

(٣٢) جورج لوفران- مرجع سابق.

(٤) اللغة الجرمانية هى: لغة بلاد الفلاندر وهى تتصل إتصالا وثيقا بالهولاندية.

Bourse وبالإنجليزية Purse وباللاتينية Bursa [1] وبالايطالية Borsa.

وجه الشبه والاختلاف بـــين البورصات والأسواق:

البورصة وليدة السوق ووجه الشبه بينهما عظيم، فكل منهما محل للبيع والشراء والأخذ والعطاء. إلا أن البورصة تتميز عن السوق بكونها سوقاً منظمة تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد، ولذلك تنسحب كلمة السوق على البورصة بينما لاتنسحب كلمة البورصة على السوق، لأن البورصة سليلة السوق والفرع ينسب إلى أصله، والعكس ليس صحيحا، ولذلك فلا تثريب على من استخدم أياً من اللفظين الشائعين «السوق أو البورصة» عند الإشارة إلى هذا الكيان الذى عرف منذ القرون الوسطى بالبورصات، وصار هذا اللفظ عند الناس مألوفا ولدى الخاصة والعامة فى الحياة العملية أكثر شيوعا، ومن المعلوم أنه لم يكن فيما مضى حد يفصل بين بورصات التجارة والبورصات المالية ولم يحدث هذا التمييز إلا بمرور الزمن واتساع دائرة الأعمال ووضوح التخصص ولايزال قيامهما فى مكان واحد فى بعض المدن كمدينة الاسكندرية أثراً من آثار الخلط بينهما فى الماضى[2].

* وتختلف بورصات التجارة عن الأسواق من عدة وجوه :

١- يحصل التعامل فى الأسواق على سلع موجودة بأعيانها بينما تعقد الصفقات فى بورصات التجارة على عينات.

٢- انعقاد الأسواق يكون فى مواعيد متباينة وأماكن مختلفة فى حين تعقد الصفقات بالبورصات يومياً وفى أماكن ثابتة.

---

(١) (أ) الموسوعة الألمانية : Meyers Kleines lexikan Frster Brand 1931 (دار الكتب) .

(ب) الموسوعة الفرنسية : Clopedique quiliet pasis Raoul- Dictionaire Ency Mortier(دار الكتب).

(ج) دار الكتب: The New Colombia Encyclopedia. 1915 .

(د) Websters, thrid new internationl Dic.

(٢) جول خلاط- مرجع سابق (بشىء من التصرف).

٣- قد لايتم الاعلان عن السعر للجمهور فى الأسواق بيد أن السعر فى البورصة يتم الإعلان عنه رسمياً ويومياً لما له من أهمية فى الحياة الاقتصادية[١] .

٤- فى الأسواق يستطيع المشترى الحصول على السلعة بنفسه ودفع ثمنها، فى حين أن العمليات فى البورصة تتم عن طريق الوسطاء المعتمدين لديها الأمر الذى يعكس انتفاء الطابع الشخصى فى هذه المعاملات حيث لا يلتقى البائعون بالمشترين ولايعرف بعضهم بعضا[٢].

٥- يقتضى التعامل فى الأسواق تسليم البضاعة فى الحال ودفع ثمنها فوراً، أو بعد أجل معين، بينما لايتم التسليم فى البورصات فور عقد الصفقات إذا كانت البيوع فورية، بل وليس هناك ثمة مايمكن تسليمه إذا كانت البيوع آجله.

٦- يحصل التعامل فى الأسواق على كل أنواع السلع خلافاً للبورصة إذ يتعين حتى تكون هذه السلع محلاً للتعامل توفر بعض الشروط نذكر منها:

(أ) أن تكون السلعة من المثليات التى يقوم بعضها مقام بعض عند الوفاء، أى تكون متجانسة الوحدات معروفة الأوصاف بحيث يسهل فرزها وتحديد نوعها ورتبتها وبالتالى بيعها وشراؤها دون حاجة إلى معاينة.

(ب) أن تكون السلعة غير قابلة للتلف أو سريعة العطب كالخضر والفاكهة حتى يمكن تخزينها، ولذلك يلحظ العامة أن هناك سوقا للخضر والفاكهة، ولكن ماسمع أحد قط عن وجود بورصة لأى منهما.

(ج) تتميز السلع التى يجرى عليها عقد الصفقات فى البورصات بكونها من السلع التى تستغرق وقتا فى انتاجها وبضخامة حجم صفقاتها وتكرارها ولذلك تتأثر أسعارها بفعل هذه العوامل تأثراً واضحاً.

---

(١) فايق كامل- طرق التجارة فى أعمال البورصات ، سامى وهبه البورصات وتجارة القطن .

(2) Securities Markets are impersnal or open Markets, Buyers and sellers of securities are ususlly unknown to each other, and usually trade through brokers or dealers.
" Financial Markets and the economy charles N. Henning, william Pigott 3rd ed. (Ain shams university)"

وجه الشبه والاختلاف بين سوق الأوراق المالية وغيرها من الأسواق:

سوق الأوراق المالية شأنها شأن سائر الأسواق تلتقى فيها قوى العرض والطلب وتتحدد على أساسهما الأثمان، إلا أنها تختلف عن غيرها من الأسواق من حيث أنه يجرى فى تلك الأسواق التعامل على الثروة ذاتها، بينما فى أسواق الأوراق المالية يجرى التعامل فى حقوق على هذه الثروة وهى الأسهم التى فى حوزة المتعاملين، ولأن حقوق أصحاب المشروع تتمثل فى أصول يتعذر تصفيتها لحساب أحد المستثمرين، ظهرت الحاجة إلى هذه الأسواق حيث تباع الحقوق وتشترى دون مساس بأصل الثروة المتمثلة فى أصول المشروع.

وإذا كنا قد عرضنا لوجه الشبه والاختلاف بين الأسواق والبورصات، وأبرزنا كذلك وجه الاختلاف بين سوق الأوراق المالية وغيرها من الأسواق، فقد يكون من المناسب استكمال هذه العلاقات بعلاقة أخرى لا تقل عن سابقتيها أهمية وهى:

العلاقة بين البورصات السلعية وبورصات الأوراق المالية:

يمكن تصوير العلاقة بين البورصات السلعية وبورصات الأوراق المالية على أنها ذات العلاقة بين الأصول العينية التى يجرى التعامل عليها فى البورصات السلعية، والأصول المالية متمثلة فى أسهم هذه الشركات والتى يجرى التعامل عليها فى أسواق الأوراق المالية، وتفصيل ذلك أن الشركات التجارية والصناعية التى تقوم بتوفير احتياجاتها أوتصريف منتجاتها من خلال بورصات التجارة عن طريق عقد الصفقات وتنفيذ عقود البيع والشراء، يتم فى ذات الوقت التعامل على اسهمها فى بورصات الأوراق المالية، لذلك فإن تقلبات الأسعار صعودا وهبوطا فى البورصات التجارية تنعكس فى الحال على أسعار التداول لأسهم هذه الشركات فى بورصات الأوراق المالية ولذلك فالعلاقة بينهما هى علاقة متغير تابع وهى أسواق الأوراق المالية بمتغير مستقل وهى البورصات السلعية، والأمر على النحو المتقدم يكشف عن طبيعة العلاقة بين البورصتين وحساسية حركة التعامل واتجاهات الأسعار فى بورصات الأوراق المالية لاتجاهات الأسعار فى البورصات السلعية.

المبحث الثانى

وظائف سوق الأوراق المالية
والتقسيم الوظيفى والتنظيمى لها

تمهيد:

ما قامت البورصة إلا حينما اقتضت الضرورة قيامها، ولتقوم بوظائف معينة ما كان من المتصور القيام بها فى غيابها . ولذلك فإن قيامها كان لازمة من لوزام النماء الاقتصادى وإحداث التنمية(١)

وبورصة الأوراق المالية بمثابة العمود الفقرى لسوق رأس المال، وهى فى أدائها أشبه ما تكون بالجهاز العصبى الذى تنعكس من خلاله كافة المؤثرات السياسية والقرارات الإدارية والسياسات الاقتصادية.

ويمكن تقسيم وظائف البورصة إلى قسمين رئيسيين: وظائف رئيسية ووظائف مكملة.

الوظائف الرئيسية للبورصة:

هى تلك الوظائف التى إذا عجزت البورصة عن أدائها فقدت أهم مقوماتها وأسباب وجودها والتى يمكن إجمالها فى الآتى:-

١- لما كانت حقوق أصحاب المشروع تتمثل فى أصول يتعذر تصفيتها لحساب أحد المستثمرين- إذا ما رغب فى الانسحاب من الشركة التى يمتلك جزءًا من أسهمها- ظهرت الحاجة إلى هذه الأسواق لتؤدى أهم الوظائف التى دعت إلى وجودها وهى بيع الحقوق. وشراؤها دون مساس بأصل الثروة المتمثلة فى

---

(1)Organised securities markets and stock Exchanges are a product of economic development. Encyclopadia Britanica vol 16 op. cit. p. 449.

أصول المشروع من أراض ومبان وآلات ومعدات، الخ...

٢- خلق سوق مستمرة لأدوات الاستثمار المتاحة بحيث يكون بوسع المستثمر فى أى وقت تسييل أصوله المالية أو جزء منها بسرعة وسهولة وبأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة ممكنة، وتتحقق السوق هنا من خلال وجود عدد كبير من البائعين والمشترين الراغبين فى استثمار أموالهم أو تصفية استثماراتهم، سواء كان الدافع الى تصفية استثماراتهم هو الحاجة إلى السيولة المطلقة Absolute Liquidity المتمثلة فى النقدية، أو الانتقال من قطاع استثمارى الى آخر تتعاظم فيه معدلات الربحية، أو لإيثار المستثمر الخروج من سوق رأس المال كمستثمر ليلج سوق النقد كمدخر إذا ما ارتفعت أسعار الفائدة فى السوق الأخيرة.

ومن المعروف ان رؤوس الأموال تنجذب دائما نحو الاستثمارات ذات العوائد المرتفعة وتحجب نفسها عن الاستثمارات ذات العوائد المنخفضة[١].

---

(١) أضاف بعض الكتاب ومنهم (حسن لبيب - عيسى عبده - سامى وهبة) فى كتاب البورصات شرطاً ثانياً لضمان إستمرارية السوق والذى بدونه تفقد البورصة من وجهة نظرهم، أحد مقوماتها وهو أن تسمح قواعد البورصة بالبيع على المكشوف، أى السماح للبائع أن يبيع مالا يملكه من أوراق اعتماداً على أنه سوف يكون باستطاعته الحصول على ما كان محلاً للتعاقد فيما بعد بفضل السوق المستمرة ليسلمها للمشترى، وإذا كان اعتبار هذا الشرط أمراً مستغرباً ولكن الأكثر غرابة حقا أن ينقل جمهرة من الكتاب هذا الرأى عن هذا المرجع دون تمحيص لما ينطوى عليه من إفساد البيوع وكأنه أحد المسلمات التى يتعين التسليم بها، ومن المراجع التى تناولت هذا الرأى وان شئت فقل - هذا الشرط مذكرة معهد التخطيط القومى رقم ١٣٣١ لسنة ١٩٨٢ تحت عنوان تطور سوق الأوراق المالية فى مصر - إعداد المستشار محمود فهمى رئيس هيئة سوق المال فى مصر سابقا، وكذلك الموسوعة العلمية والعملية لإتحاد البنوك الاسلامية الجزء الخامس ص٣٩٣، ولعلنا لا نحتاج الى جهد كبير لاثبات عدم سداد هذا الرأى وان شئت فقل عدم قبول هذا الشرط، فقد تكفل المؤلف الذى نقلوا عنه بهدم الرأى الذى تناوله من قبل وأظهر عيوبه ومثالبه وذلك من خلال تصديه لمسألة المضاربة بقوله «أن من يبيع على المكشوف لتوقعه هبوط الأسعار يعد مقامراً لا مضاربا» ولم يقع بخلد أحد من قبل ولا خطر على باله أن المقامرة شرط لاستمرار السوق. ويستأنف ذات المرجع الحديث عن مثالب البيع على المكشوف بقوله أن ثمة وسائل ممقوتة وغير مشروعة للتأثير على الأسعار ومنها محاولة احتكار السلعة للتحكم فى البائعين على المكشوف، ومقصود الكاتب هنا هو بيان المخاطر الجسيمة التى يتعرض لها البائع على المكشوف فيها اصطلح المتخصصون على =

٣- تسجيل حركة الأسعار لجميع الصفقات وعروض البيع وطلبات الشراء فى سوق للمزايدة Auction Market يتزاحم فيه المتنافسون من البائعين والمشترين وتتحدد الأثمان من خلال تفاعل قُوى العرض والطلب، وإن كانت هذه الأسعار لا تمثل بالضرورة الثمن العادل Fair Price لأسباب عديدة منها ما يتعلق بكفاءة السوق Market Efficiency وعمقها واتساعها Depth and Breadth ومنها ما يتعلق بعمليات المضاربة (المتاجرة) والتى يشتد سعارها فى بعض الأسواق فيطلق عليها المتخصصون «حمى المضاربةOver" over heated speculation" أو Wild Cat Speculation .

٤- توفر البورصة مؤشراً يومياً عن ظروف الاستثمار واتجاهات الأسعار، ويرى بعض علماء التمويل والاستثمار وخبراء البورصات أن حجم العمليات والمستوى النسبى للأسعار يعتبر مؤشراً لقوة الاقتصاد الوطنى وضعفه أو لقطاع من قطاعاته[1] .

٥- مع أن تداول الأسهم بالبورصة لا يعنى استثماراً جديداً إلا أنه ينعكس وبصورة واضحة على الإصدارات الجديدة.

= تسميته"The Corner" والكورنر هو الاحراج الناتج عن الاحتكار ويخلص فى اتفاق مجموعة من السماسرة على اتخاذ هذه البيوع وسيلة لشراء كل ما يعرض فى السوق من هذه الأسهم، ومتى حل ميعاد الاستحقاق يصر المشترون على تسلم الكميات التى تعاقدوا عليها ويعجز البائعون على المكشوف من تسليمها لندرة هذه الورقة فيضطرون الى طلبها من المشترين أنفسهم وبالسعر الذى يفرضونه (على شلبى- البورصات مرجع سابق) وتسمى هذه الحالة Cornerning the shorts أى خنق المكشوف، ومن أشهر هذه العمليات ما شهدته مصر فى موسم ١٩٤٩ - ١٩٥٠ إذ ارتفع سعر القطن متوسط التيلة الى ما يقرب من ضعف ثمن القطن طويل التيلة إثر قيام بيتين كبيرين من بيوت التصدير بشراء كميات كبيرة من القطن متوسط التيلة فى بورصتى العقود والبضاعة الحاضرة.. وبذا تمكنا من التحكم فى السوق اذا كانت كميات القطن متوسط التيلة محدودة للغاية فى ذلك الوقت، وقد تأثر المضاربون على الكشوف وهم البائعون لأقطان لا يقابلها أقطان حاضرة بارتفاع الأسعار مما إضطرهم إلى تصفية مراكزهم أو تغطية عملياتهم فى سوق ضيقة وتحملوا نتيجة لذلك خسائر جسيمة، وهذه العمليات ممنوعة فى أمريكا بموجب القانون الخاص بتجارة السلع وقانون البورصة د. مقبل جميعى - الأسواق والبورصات - وكذا نبيه غطاس - معجم مصطلحات الاقتصاد والمال وادارة الأعمال - لبنان.

(1) American Peoples Encyclopedia vol. 17, p/ 319.

٦- المساهمة فى تنشيط الأعمال وذلك بتوفير السيولة اللازمة لتمويل النشاط الجارى للمشروع دون تفريط فى الأوراق المالية المملوكة والاكتفاء باستخدامها كضمان مقبول للحصول على القروض اعتماداً على الأسعار المعلنة من قبل سوق الاوراق المالية، مع تحوط مؤسسات الإقراض بخصم نسبة من قيمتها السوقية لمواجهة التقلبات فى أسعار الأسهم والسندات فى بورصات الأوراق المالية، ويصطلح على قوة الضمان هنا بالتعبير المقابل Colateral Value .

وهناك وظيفتان أخريان أضافهما الباحثون والمتخصصون فى شئون البورصات، وهما من وجهة نظرنا ليسا من وظيفة البورصة ولكنهما من مثالب المعاملات التى تتم من خلالها وهما:

الأولى: أن البورصة أداة للتأمين التجارى التى يقوم بها المضارب بفضل عملية التحويط Hedging التى يقوم بها فى البورصة، بغية تأمين مركزه ضد تقلبات الأسعار، فالمضارب فى البورصة الذى يشترى سلعة ليبيعها فيما بعد إذا ارتفع سعرها فإنه يحتاط لنفسه فيبيع فى نفس الوقت كمية مماثلة لما اشتراه، فإذا هبط السعر فإنه يشترى ما سبق أن باعه فيعوض بالشراء ما سبق أن خسره[١].

الثانية : ذهب خبراء البورصات الغربية إلى اعتبار المضاربة «بمفهومها الغربى» أحد الوظائف الهامة للبورصة، بمعنى أنها ليست من مثالب وعيوب التطبيق لفئة من محترفى المضاربة والمقامرين ولكن باعتبارها وظيفة أساسية من وظائف البورصة[٢]. وذهب البعض إلى إن المضاربة يمكن أن تكون ظاهرة صحية تفيد الاقتصاد طالما كانت فى حدود معقولة، ويرون أنه فى عالم تسوده التوقعات وعدم اليقين يكون من المفيد وجود مجموعة من الأفراد

---

(١) الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الاسلامية ج ٥ - مرجع سابق ص ٢٩٣.

(2) The fourth function of the stock change is to provide facilities for legitimate speculation in stocks and bonds "The American peoples Encyclopedia vol. 17 p. 319.

المتخصصين فى عمليات التحويط ضد المخاطر وعدم اليقين[1].

وذهب جول خلاط إلى القول بأنه إذا بطلت المضاربة بطلت البورصة وإلى أن البائع على المكشوف يضغط وقتياً على السوق إلا أنه عنصر من عناصر الثبات المقبل، ونقل عن برودون ما يثير الدهشة فى شأن المضاربة[2].

وظائف مكملة تابعة:

١- تمثل البورصة سلطة رقابية خارجية وغير رسمية على أداء الشركات، إذ تنعكس كافة القرارات المؤثرة التى تتخذها الشركة على أسعار تداولها فور تطاير أية أنباء عنها إلى البورصة، فترتفع أسعارها ثواباً أو تنخفض عقاباً، فيكون تقلب السعر هنا بمثابة تقويم فورى للأداء.

وغنى عن البيان أن القيم السوقية لأسهم شركة ما تمثل قيمة الشركة من وجهة نظر المجتمع.

٢- توفر هذه السوق مجموعة من الأدوات المالية التى تهيئ للمستثمر فرصاً أوسع للاختيار فى شتى مجالات الاستثمار، مما يجنب المدخرين مشقة البحث عن وجوه الاستثمار التى تناسب كلاً منهم وتتلاءم مع ميولهم ومعتقداتهم، ولا يضطر المدخر لتوظيف أمواله فى مجالات لا تحوز قناعته.

٣- وجهت الاتجاهات التضخمية الأنظار إلى بورصات الأوراق المالية استناداً إلى

---

(1) Hazem El Beblawi, The Kawaiti stock markets.

(٢) جول خلاط أعمال البورصة فى مصر، ومن أعجب ما نقله وأغرب ما يسمعه المرء ولا يكاد يصدقه ما نقله عن برودون فى شأن المضاربة قوله...

«المضاربة فى الوضع الصحيح هى عبقرية الاستكشاف فهى التى تبتدع وتجدد وتسد الحاجة وتحل المعضل وهى كالروح اللانهائى تخلق كل شيء من لا شيء وهى الملكة الاقتصادية الأصيلة لأنها دائمة اليقظة لا تفنى مواردها، مسيئة الظن فى الرخاء عظيمة الجرأة فى الشدائد، ترى الرأى وتتصور الصورة وتضع الحدود وتجادل وتنظم وتأمر وتشرع وليس على العمل و رأس المال والتجارة سوى التنفيذ، فتلك الرأس وهذه الاعضاء تمشى أميرة وتتبعها إماء». «برودون»

أن الاستثمار فى أوراق الشركات يقلل من مخاطر التضخم المالى وتآكل القوى الشرائية، ويعد وسيلة تعويضية عن ارتفاع الأسعار[1].

ب - التقسيم الوظيفى والتنظيمى لأسواق الأوراق المالية

وقد يكون من المفيد قبل أن نشرع فى عرض التقسيم الوظيفى والتنظيمى لسوق الأوراق المالية أن نحدد مسبقا موقع سوق الأوراق المالية على خريطة السوق المالية بمعناها الواسع، خاصة وقد شاع الخلط والالتباس فى المراجع والأبحاث بين السوق المالية وسوق الأوراق المالية.

من المعلوم أن السوق المالية هى مجموعة القنوات التى تتدفق من خلالها الأموال من الأفراد والهيئات والمؤسسات وكافة قطاعات المجتمع إلى مثيلاتها فى شكل تيار نقدى أو مالى مستمر.

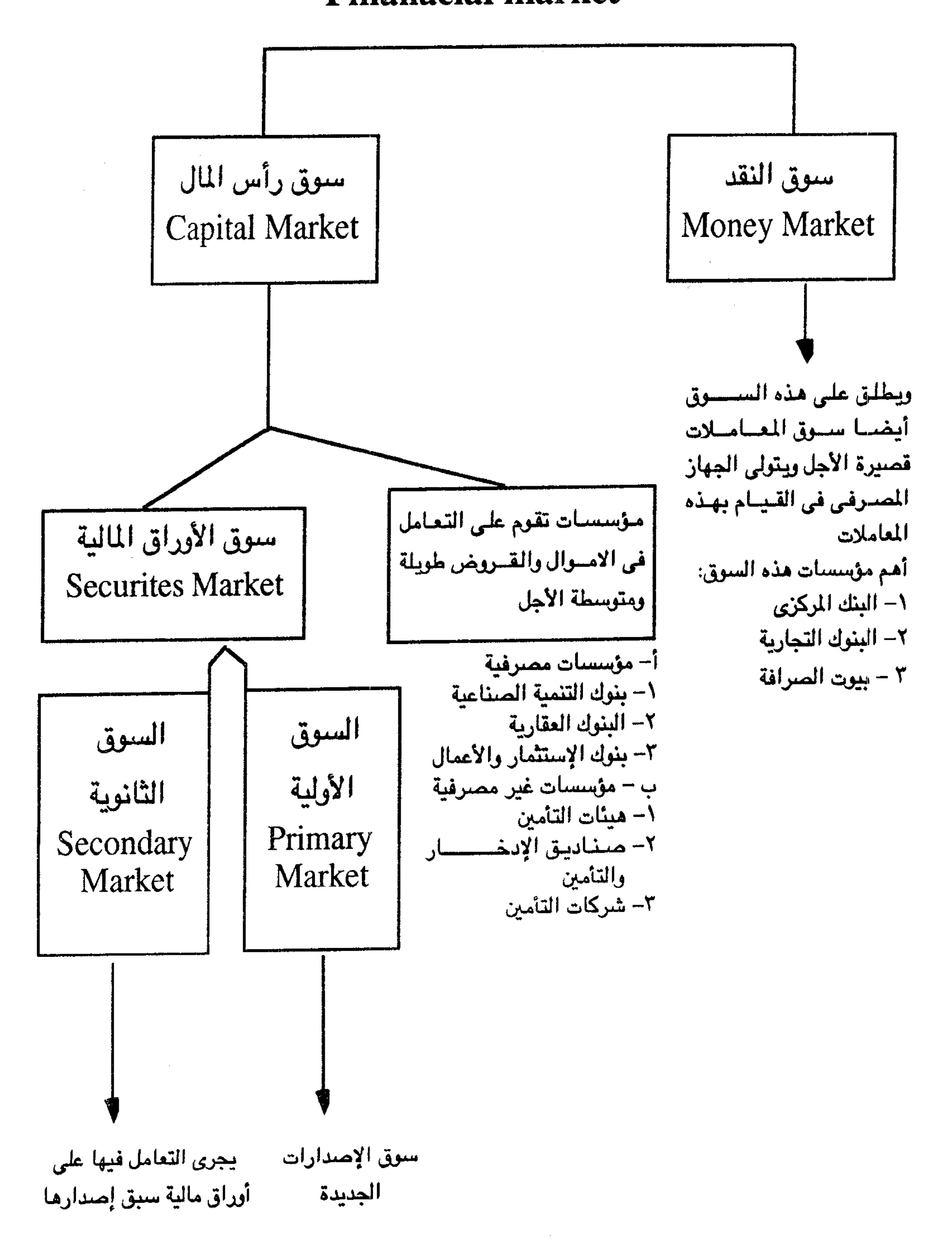
وبالتالى فإذا تحدثنا عن أى من القنوات التى تتدفق من خلالها الأموال، فإنما نتناول رافداً واحداً من روافد السوق المالية، وليست الأسواق المالية ذاتها.

والخريطة التالية توضح موقع الأوراق المالية على خريطة السوق المالية.

---

(1)Inflationary tendencies have directed attention to stock exchanges as a means of offsetting prices Encyclopedia Britanica v. 16 p. 542.

السوق المالية
وموقع سوق الأوراق المالية منه
Finanacial market



أولا: التقسيم الوظيفى لسوق الأوراق المالية

تنقسم السوق من حيث وظائفها إلى قسمين:

١- الســـوق الأوليـــة **Primary Market**

٢- الســـوق الثانويـــة **Secondary Market**

وكلا السوقين على درجة كبيرة من الأهمية ويتوقف كل منهما على الآخر. فالسوق الأولية لن تقوم لها قائمة فى غياب السوق الثانوية، والسوق الثانوية- التى يجرى من خلالها تداول الأوراق التى تصدر فى السوق الأولية- لن تدعو الحاجة إلى وجودها فى غياب السوق الأولية.

الســـوق الأولية:

تعرف السوق الأولية بأنها سوق الإصدارات الجديدة:

The Primary market is a market for newly issued financial secuities[١]

ويستفاد من التعريف المتقدم- وهو أكثر التعاريف شمولا وأحظاها قبولاً - أن الإصدار الجديد له ثلاثة أحوال.

١- أن الإصدار الجديد يتعلق بشركات تحت التأسيس والتى تقوم بطرح أسهم للاكتتاب العام لأول مرة.

٢- أن الإصدار الجديد يمثل زيادة فى رأس المال لشركات قائمة بالفعل من شركات الاكتتاب العام أو سندات بغرض زيادة مواردها المالية.

٣- أن الإصدار الجديد يمثل زيادة فى رأس المال لشركات قائمة بالفعل من شركات الاكتتاب المغلق.

والمقصود بالاكتتاب المغلق أن شركة المساهمة قد لا تطرح أسهمها للاكتتاب العام ، وإنما يقتصر الاكتتاب فيها على مؤسسى الشركة، ولذلك تسمى شركة ذات اكتتاب مغلق.

---

(1)Archer Choate, Financial Mangement, An introduction. p. 99. John wiley sons & Jons New York.

وقد تباينت الآراء فى مسألة زيادة رأس مال الشركات المقفلة عن طريق الإصدارات الجديدة التى يتم طرحها للاكتتاب العام بين مؤيد ومعارض(١).

الأهمية المالية والاقتصادية للسوق الأولية:

السوق الأولية ركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادى، ودعامة قوية من دعاماته، وليس من المتصور- فى ظل النظم الاقتصادية المعاصرة غير الشمولية- إحداث التنمية فى غيبتها، فهى تمثل وبحق إحدى الآليات الهامة فى تجميع المدخرات الوطنية وتوجيهها مباشرة نحو المشروعات الانتاجية. وهى تقوم على هذا النحو بعدة وظائف هامة نجملها فيما يلى:-

١- تجميع المدخرات الوطنية من القطاعات ذات الفائض وتحويلها مباشرة إلى

---

(١) وقد أجازت التشريعات الأخرى شأنها فى ذلك شأن التشريع المصرى- إذا ماغضضنا الطرف عن رأى بعض فقهاء القانون وشراحه- زيادة رأس مال شركات المساهمة ذات الاكتتاب المغلق.

"Investment banker distributions may also involve securites previously issued and outstanding but not publicly distributed. (Archer choate op. cil 122).

وقد تصدى أحد فقهاء القانون لهذه المسألة بقوله «وكثيراً ما يثور التساؤل حول مكنة هذه الشركات الالتجاء إلى الاكتتاب العام لزيادة رأس مالها، خصوصاً أنه لا توجد نصوص تشريعية (فى القانون المصرى) تحرم ذلك. كما أن هذه الزيادة تجىء فى الغالب فى وقت تكون الشركة قد استقرت ومارست نشاطها، بحيث يمكن القول بالسماح لها بزيادة رأس مالها عن طريق التوجه إلى الجمهور بشرط إتباع الأحكام المقررة للاكتتاب العام، وأضاف قائلاً «غير أننا لا نعتقد بجواز إلتجاء هذه الشركات إلى الاكتتاب العام كوسيلة لزيادة رأس مالها لأن القول بغير ذلك يؤدى بالضرورة إلى التحايل أو الالتفاف حول ضرورة اعتماد الوزير المختص لطلب الترخيص بإنشاء هذه الشركات، الأمر الذى يعطل الرقابة الوقائية للسلطات الحكومية (د. أبو زيد رضوان- مرجع سابق ص ٨٦- ٨٧) ونحن لا نتفق مع ما انتهى إليه هذا الرأى وحجتنا فى ذلك أنه سيكون بوسع أى من المؤسسين أن يتنازل فيما بعد عن كل أو جزء من الأسهم التى يمتلكها من خلال السوق الثانوية «سوق التداول»، وهو ما يعنى أن رأس مال الأسهم التى يمتلكها لن تكون وقفا على المؤسسين وإنما ستنتقل الملكية من خلال التداول إلى سائر المستثمرين المحتملين شأنها فى ذلك شأن شركات الاكتتاب العام.

وفضلاً عما تقدم فإن التضييق على هذه الشركات إذا ما رغبت فى زيادة رءوس أموالها قد يؤدى إلى إحداث خلل فى هياكلها التمويلية وتعجيزها عن التوسع والتحديث أو المساهمة فى عمليات الإحلال والتجديد، وهو ما يعنى وضع العراقيل أمام هذه الشركات مما قد يؤدى إلى تعثرها وتعطيل مسيرتها، وكأنها مساهمة تشريعية تستهدف تعويق التنمية الإقتصادية وهو أبعد ما يكون عن قصد الشارع وشراح القانون فى آن واحد.

قطاعات الاستثمار ذات العجز فى الموارد المالية.

٢- أنها مصدر أصيل لضمان استمرار التدفقات النقدية، ،الأمر الذى يشجع الوحدات الإنتاجية على إعادة تقدير احتياجاتها التمويلية لتصحيح الخلل فى هياكلها التمويلية وتمكين هذه الشركات من إجراء عمليات الاحلال والتجديد أو التوسع والتحديث ، دونما دون ما حاجة تضطرها إلى الالتجاء إلى الإقتراض الذى غالباً ما يؤدى إلى إرهاقها واستنزاف أموالها والتهام عوائد انتاجها وتراكم الديون وأعبائها.

٣- أنها تؤدى وظيفة هامة تتضاءل بجانبها كافة مزايا المصادر التمويلية الأخرى وهى توجيه المدخرات الوطنية والتدفقات النقدية فى مسارها الصحيح.

٤- أنها تولد عند المواطن العادى الشعور بالانتماء بمشاركته الفعلية فى تمويل التنمية الاقتصادية.

لذلك فلا غرو أن تتجه التشريعات الحديثة ومنها التشريع المصرى إلى تحفيز الأفراد على التعامل فى هذه السوق من خلال الإعفاءات الضريبية التى يتمتع بها حائزو الأوراق المالية المشتراة من السوق الأولية.

كيفية تنفيذ البيع فى الأسواق الأولية:

يتم التعامل فى السوق بأحد أسلوبين:

١- التعامل المباشر   ٢- التعامل غير المباشر

١- التعامل المباشر Direct transaction

وهذا النوع من التعامل يتم من خلال الاتصال بالمشترين مباشرة، وفى الحياة العملية تلجأ بعض الجهات المصدرة للسندات إلى هذا الأسلوب إذا لم يكن حجم الإصدار بالضخامة التى تقتضى الاستعانة ببيوت الخبرة والوساطة المالية المتخصصة فى عمليات تغطية الاكتتاب وتسويق الأسهم والسندات. وتقوم الجهات المصدرة فى هذه الحالة بجهد تسويقى يعتمد على العلاقات الشخصية

فى ظاهره وإن كان يصطبغ بالصبغة الرسمية من ناحية أخرى للتأثير على الجهات التى يتم الاتصال بها كالبنوك التجارية وشركات التأمين وصناديق الادخار والمعاشات. وقد تغطى مشتريات هذه الجهات أو بعضها الاصدار بكامله وقد تخفق أيضاً[1].

٢- التعامل غير المباشر Indirect transaction

يعتمد هذا الأسلوب على استخدام الوسطاء الذين يقومون بدورهم بتولى مسئولية الاصدار وتغطية الاكتتاب وتحمل مخاطر تقلب الأسعار. ويطلق على الوسطاء الذين يقومون بأداء هذه الوظيفة "underwriters" وقد يكون من المفيد أن ننبه هنا أنه ليس من المتصور أن تنصرف كل الجهود التسويقية إلى ضمان تغطية الاكتتاب. ذلك أن الوسطاء- وهم بنوك وشركات الاستثمار- قد يرفضون شراء إصدار ما بأى ثمن يعرض عليهم؛ لما ينطوى عليه الأمر من مخاطر جسيمة. وكم من بنوك وشركات متخصصة فى شئون الاستثمار قد أخفقت وتوارت عن الأنظار بسبب سوء تقديرها وفداحة حجم خسائرها. لذلك لا تقتصر وظيفة بنوك وشركات الاستثمار على ضمان تغطية الاكتتاب، وإنما تقوم أيضا بتسويق الأوراق المالية وإعداد الدراسات الاستقصائية والتحليلية والتى تسبق دائماً أى جهد تسويقى، فضلا عن إسداء النصح وتقديم المشورة لمن يطلبها من العملاء.

وتفصيلاً لما تقدم فإن الشركة التى تقرر طرح أسهمها للاكتتاب العام سوف تستفيد غالبا من خدمة أحد بنوك الاستثمار، وسوف تقوم بالتفاوض مع أحد هذه البنوك وتطلب إليه ضمان تغطية الاكتتاب، ويتم الاتفاق بينهما على السعر وشروط الإصدار.

---

(١) وليس بمستغرب فى الدول النامية أن تقوم بعض الجهات الحكومية -فى غيبة من بيوت الخبرة المتخصصة- بإصدار سندات حكومية يتم طرحها للاكتتاب العام على غير تحرز أو تخوف من عواقب الأمور، حتى إذا ما أخفقت فى تغطية إصدارها راحت كل جهة تلقى باللوم على الجهة الأخرى وغالبا ما ينتهى الأمر إلى فك الاشتباك وإلقاء التبعة على وسائل الإعلام التى اخفقت فى استقطاب المدخرين وعجزت حملتها الإعلانية عن إخراج المدخرات من جحورها.

وسيقوم البنك بشراء الأوراق المصدرة من الشركة على أمل إعادة بيعها بسعر أعلى إلى الجمهور، ويتحمل حينئذ مخاطر السوق، فإذا ما كان حجم الإصدار كبيراً ، فإن بنك الاستثمار the orginirator قد يدعو بعض بيوت الاستثمار الأخرى لتكوين رابطة لتغطية الإصدار Underwriting syndicate بهدف اقتسام المخاطرة.

وقد يقوم البنك بتغطية الإصدار بمفرده إذا بدا له أن ظروف السوق مواتية وملائمة؛ أملا فى تحقيق أرباح مجزية تتناسب مع حجم المخاطر التى يتحملها، وقد يقوم بدعوة بعض بيوت السمسرة للمعاونة فقط فى عملية البيع Selling Group.

وقد يقوم بدور الوكيل Agent ويتقاضى عمولة Commission على الكمية المباعة.

وقد يقوم بدور المستشار المالى Financial counsel ويتلقى الأتعاب مقابل إسداء النصح والمشورة.

المشروعات الصغيرة ومشاكل الإصدار

معظم المشروعات الصغيرة تجد صعوبات كثيرة وتتحمل تكاليف باهظة عند إصدار أسهمها وطرحها على الجمهور للاكتتاب العام، فإذا لجأت إلى أحد بنوك الاستثمار فلن يقدم لها ضمانا ولكنه غالبا ما يعد أن يبذل أقصى ما فى الوسع لبيع الأوراق المصدرة.

إلا أن المبيعات الناتجة عن هذا الجهد ليست ثمرة أو نتاج نفس الحماس والإلحاح لمن يقوم بتغطية الاكتتاب.

لذلك فإن سياسة أفضل مجهود Best effort ينبغى أن تتبناها الشركة المصدرة نفسها.

وفى الولايات المتحدة الأمريكية، قدمت إدارة المشروعات الصغيره - Small Business Administration وهى وكالة فيدرالية أمريكية - كافة التسهيلات لقيام شركة استثمارات للمشروعات الصغيرة Small Business Investment لتوفير

رأس مال الأسهم Equity Capital لهذه الشركات ويتم تمويل هذه الشركة عن طريق الوكالة الفيدرالية سالفة الذكر فضلا عن مصادرها الداخلية.

إن زيادة رأس مال الشركات الصغيرة يعد مشكلة من وجوه عديدة، أهمها، الافتقار إلى سوق للأوراق المالية على درجة عالية من الكفاءة ، بحيث يتمكن المستثمر من تسييل أمواله فى الوقت المناسب وبالسعر المناسب، ويرى بعض الكتاب أن هذه المشكلة من الممكن التغلب عليها بعرض الاشتراك فى إدارة المنشأة على المساهمين الجدد، على الرغم من امتعاض المساهمين القدامى من هذا الأسلوب(١).

نشرة الاكتتاب(٢) Prospectus

من البداهة أن يكون التخاطب مع الجمهور- من قبل الجهات المصدرة للأسهم والسندات- بوسيلة مكتوبة ومقبولة تحمل إليهم نبأ تكوين الشركات أو الرغبة فى زيادة رؤوس الأموال، ويفصح هذا الإعلان عن كافة البيانات والمعلومات اللازمة للتعريف بتلك المنشآت والتى يعتبر إغفال بعضها سبباً وجيهاً لإعراض الجمهور عنها. ولهذا تشترط معظم التشريعات أن يكون التوجه إلى الجمهور عن طريق إعلان يوضح فيه البيانات الواردة فى عقد إنشاء الشركة ونظامها الأساسى وأسماء مؤسسيها، وكذا بيانات أخرى تختلف فى درجة أهميتها وتفاصيلها من تشريع لآخر، وهذا الإعلان هو ما يعرف بنشرة الاكتتاب.

وفى مصر أشار القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ إلى نشرة الاكتتاب بما قررته المادة ٢/٣٦ من هذا القانون :

---

(1)The problem might be overcome in some cases by offering participation in the management of the firm to new shareholders. Yet the original are usually Loath to introduce a new manging owners. Archer choate op. Cit p. 157.

(٢) لمزيد من الإيضاح وقع اختيارنا على نشرة اكتتاب خاصة بإحدى شركات الاستثمار المتخصصة فى عمليات تغطية وتسويق الاكتتاب والترويج للمشروعات (أنظر الملاحق) ملحق٢.

«بأن تكون دعوة الجمهور إلى الاكتتاب العام فى الأسهم بنشرة تشتمل على البيانات بالطريقة التى تحددها اللائحة التنفيذية».

كذلك يوجب التشريع الأردنى على أية شركة سواء كانت حديثة التأسيس أو مؤسسة قائمة بالفعل تطرح أسهماً أو سندات قرض للاكتتاب العام أن تقوم بإعداد نشرة إصدار وفق النموذج المقرر من قبل سوق عمان المالى. ويحتوى هذا النموذج على كافة الإيضاحات التى تمكن المستثمر من اتخاذ قرار معلل للإقدام على الاستثمار أو الإحجام عنه.

ونورد فيما يلى أهم البيانات التى تحتويها نشرة الإكتتاب فى عدد من الدول لأهميتها، أربع منها لدول عربية هى مصر والأردن وتونس والمغرب ودولتان غربيتان هما الولايات المتحدة الأمريكية والسويد.

بيانات نشرة الإكتتاب فى الأسهم التى نص عليها القانون المصرى.

اسم الشركة - الشكل القانونى - تاريخ العقد الابتدائى - أسماء المؤسسين وحرفهم وجنسياتهم ومحال إقامتهم - غرض الشركة - مركزها - مدتها - رأس مال المصدر عند التأسيس - رأس المال المرخص به - القيمة الاسمية للسهم - عدد الأسهم - تاريخ بدء الاكتتاب - التاريخ المحدد لإغلاق الاكتتاب - البنك (أو الشركة) الذى سيتم الاكتتاب بواسطته - مصاريف الإصدار - أسماء أعضاء مجلس الإدارة وصفاتهم وعناوينهم - أسماء مراقبى الحسابات وعناوينهم ومؤهلاتهم - بيان تقريبى مفصل بعناصر مصروفات التأسيس - تاريخ بداية السنة المالية وانتهائها - بيان عن طريقة توزيع الربح الصافى للشركة - طريقة تخصيص الأسهم والسندات إذا بلغت طلبات الاكتتاب أكثر من المعروض للاكتتاب[1].

---

(١) اللائحة التنفيذية للقانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ قانون شركات المساهمة.

نشرة الاكتتاب فى السندات

ومن بين البيانات الوفيرة التى أوجبتها ذات اللائحة التنفيذية لقانون الشركات فى مصر فيما يتعلق بالسندات:

اقرار من مجلس الإدارة بأن السندات المصدرة لاتتجاوز قيمة أصول الشركة – أن رأس المال مصدر بالكامل – مقدار القرض – عدد السندات – القيمة الإسمية لكل سند – سعر الفائدة – مدة القرض – طريقة سداد القرض – ضمان القرض – ملخص عن المركز المالى للشركة – تقرير المراقبين عن السنتين الأخيرتين السابقتين على زيادة رأس المال – مقدار الاحتياطيات فى كل من السنوات الخمس السابقة – الأرباح أو الخسائر المحققة خلال السنوات الخمس السابقة – توقيع مراقب الحسابات على النشرة[1].

بيانات نشرة الاكتتاب المنصوص عليها قانونا فى المملكة الأردنية الهاشمية:

اسم الشركة وتسجيلها وغايتها – وصف الأسهم المطروحة – الغاية من الاصدار – وصف لنشاط الشركة وأعمالها – بيان عن إدارة الشركة – توزيع ملكية الأسهم – إجراءات الاكتتاب – التغيرات التى طرأت على حركة الأسهم بالنسبة للشركات القائمة – القوائم – الميزانية العمومية والحسابات الختامية للسنوات السابقة ولأقرب فترة لسنة الطرح – ملخص لدراسة الجدوى الاقتصادية فى حال كون الشركة حديثة التأسيس.

كما يوجب القانون نشر أية معلومات هامة تؤثر على أسعار الأوراق المالية للشركة المصدرة والتى طرأت خلال الفترة الممتدة ما بين تاريخ الموافقة على نشرة الإصدار وحتى نهاية اليوم الأخير المحدد لانتهاء فترة الاكتتاب العام[2].

---

(١) لزيادة الإيضاح وقع اختيارنا على نشرة إصدار سندات خاصة بجمهورية مصر العربية وتم اضافتها «الملحق رقم ٣».

(٢) صندوق النقد العربى – أسواق رأس المال فى الدولة العربية ص ١٧٥.

بيانات نشرة الاكتتاب فى تونس

اسم الشركة - مركزها - موضوعها - مدة الشركة - رأس مال الشركة - قيمة كل صنف من أصناف الأسهم - مقدار رأس المال غير المدفوع - اخر موازنة مشهود بمطابقتها للأصل.

ويضيف القانون أن النشرة يجب أن تتضمن ذكر المزايا المشترطة لفائدة المؤسسين أو أعضاء مجلس الإدارة - والمكافآت - كما تبين النشرة إجراءات دعوة الجمعية العمومية للانعقاد، ومكان إجتماعها، وتقدم ملخصا للبيانات التى تم نشرها بالرائد الرسمى «الجريدة الرسمية للجمهورية التونسية» مع ذكر عدد ذلك الرائد[١].

نشرة الإكتتاب والتشريع المغربى:

انشغل المشرع المغربى منذ سنين طويلة بالمعلومات التى يجب أن تنشر من طرف شركات رؤوس الأموال وذلك لما تكتسبه من أهمية بالغة بالنسبة للمساهمين والعموم، وفى هذا النطاق وبظهير (تشريع) ١١ غشت سنة ١٩٢٢ فرض على كل شركات المساهمة المغربية أن تقوم بنشر ورقة معلومات بالجريدة الرسمية، وذلك عند كل مناسبة إصدار أسهم أو سندات طبقا لشروط قانونية محددة وأبرز هذه البيانات: النوع القانونى للشركة - تاريخ التأسيس - نوع النشاط - السنة المالية - حق الأسهم الجديدة - تاريخ الاستفادة من الربح - مدة الاكتتاب - تعيين مكان الاكتتاب - عنوان الموثق - موازنة السنة الأخيرة[٢].

والهدف من نشر هذه المعلومات فى جريدة رسمية هو إعلان المكتتبين بصفة شاملة عن كل مميزات الشركة: من حيث الجانب الأساسى والقانونى والحسابى

---

(١) الاتحاد العربى للبورصات - ندوة أهمية المعلومات والإفصاح عنها فى البورصات العربية - نوفمبر ١٩٨٧ القاهرة.

(٢) الاتحاد العربى لبورصات الأوراق المالية مرجع سابق - البحث المقدم.. السيد بلمليح عبد الاله نائب مدير بورصة القيم بالدار البيضاء عن طرق وأساليب نشر المعلومات والإفصاح عنها فى بورصة القيم بالدار البيضاء.

حتى يتسنى للعموم الاطلاع على وضعية الشركة وممارسة حق الاكتتاب بطريقة واقعية[1].

ومن الملاحظ أن هذه البيانات جاءت خلوا من ذكر رأس مال الشركة، وعدد الأسهم أو السندات - القيمة الأسمية للسهم أو السند - وسعر الفائدة بالنسبة للسندات - وأسماء المؤسسين والتعريف بهم وهذه البيانات جميعها على درجة بالغة من الأهمية وإغفالها يقلل من قيمة البيانات المنشورة.

الولايات المتحدة الأمريكية:

فى جميع الولايات الأمريكية باستثناء ولاية Delware الأمريكية روعى فى جميع التشريعات حماية المستثمرين من عروض الإحتيال والغش Fraudlent Offerings فصدر لديهم ما يسمى بقوانين السماء الزرقاء واصطلح البعض على تسميتها بقوانين تنظيم أسهم المجازفة. وبمقتضى هذه القوانين فإن من حق لجنة التداول والأوراق المالية The Securities & exchange Commission (Sec) وهى الوكالة المنظمة على المستوى الفيدرالى - ايقاف بيع الإصدارات الجديدة أو تأخيرها.

ويقضي قانون الأوراق المالية لسنة ١٩٣٣ بالافصاح الكامل Full Disclosure عن المعلومات للمستثمرين فى أوراق مالية جديدة هذا فيما يتعلق بالشركات تحت التاسيس، وأما بالنسبة للشركات القائمة فعلا، فقد نظم قانون الأوراق المالية لسنة ١٩٣٤ عمليات بيع أوراقها المصدرة[2].

ويرجع الأصل فى تسمية هذه القوانين بقوانين السماء الزرقاء الى الاعتقاد الشائع بأن مروجى المشاريع الاستثمارية يؤملون المستثمرين من زبائنهم بالحصول على «السماء الزرقاء» إذا اشتروا اسهمهم وذلك كناية عن تحقيق أرباح خيالية لاحدود لها[3].

---

(١) المرجع السابق.

(٢) Archer Choate Op. Cit. P. 124.

(٣) معجم مصطلحات الاقتصاد والمال وإدارة الاعمال لنبية غطاس . بيروت.

السويد:

تنفيذاً لقانون التعامل فى الأوراق المالية والبورصات الصادرة فى ٤٤/٢/١٧ يتعين ان تتضمن نشرة الاكتتاب البيانات التالية:

أولا: بالنسبة للشركات تحت التاسيس:

١ - بيانات عن الأساس القانوني والغرض من استخدام حصيلة الاصدار.

٢ - قيمة الاصدار.

٣ - خصائص الورقة المصدرة من حيث نوع الورقة، القيمة الاسمية، الفئات، الكوبونات، بيانات عن الورقة من حيث صدورها فى شهادات إسمية أو لحامله، وفي حالة إصدار سندات يتعين ذكر سعر الفائدة وشروط الاستهلاك قبل ميعاد الاستحقاق، ومواعيد الاستحقاق، والقيمة الاسمية، وبيان ما إذا كانت الأسهم مدفوعة بالكامل ام جزئياً، وكذلك اسم الوكيل الذى سيقوم بالدفع وذكر أنواع الضمان فى حالة إصدرات القرض.

وفيما يتعلق باصدارات الولايات والبلديات فإن النشرات يتعين أن تتضمن البيانات المناسبة التى تتعلق بالحالة المالية وايرادات ومصروفات الجهة المختصة.

Appropriate data concerninig Financial status, revenues and expenditures by the Public body concerned (١).

ثانيا: بالنسبة لشركات المساهمة المسجلة والقائمة بالفعل:

١ - اسم الشركة، المقر الدائم، والغرض.

٢ - تاريخ القيد فى السجل التجارى.

٣ - مدة الشركة وبيان أى إمتياز على وجه التفصيل من حيث المدة والشروط.

---

(1) Chamber of The Basle stock Exchange Regulations governing The Admission Of Securities for listing on The Basle Stock Exchange.

٤ – مقدار رأس المال ومكوناته وكذا الاحتياطيات وأية حقوق تفضيلية كحصص التأسيس.

٥ – بيان حقوق التصويت.

٦ – أعضاء مجلس الإدارة والمراجعين وأسمائهم وقت النشر.

٧ – التوزيعات العادية "Normal Dividends" خلال السنوات الخمس السابقة أو منذ تكوين الشركة.

٨ – مقدار السندات المصدرة من قبل الشركة وضماناتها والفائدة وامكانية استهلاك السندات والقيمة الاستهلاكية وتواريخ الاستحقاق وأية رهونات للديون.

٩ – السنة المالية للشركة والقواعد التى تحكم إعداد القوائم المالية وتكوين الاحتياطيات والاستهلاك والتصرف فى الأرباح.

١٠– نسخة من القوائم المالية وكذا الأرباح عن سنة مالية سابقة.

١١– بيان عن تطور الأعمال الجارية للشركة(١).

ومن البيانات المتقدمة حرص المشرع على توفير كافة المعلومات والتى تمثل فى مجموعها سياجاً قوياً لحماية المستثمر.

٢ – السوق الثانوية «سوق التداول» Secondary Market

يقصد بالسوق الثانوية تلك السوق التى يجرى التعامل فيها علي الأوراق المالية التى سبق إصدارها.

أهميـة السـوق الثانويـة:

لما كانت حقوق أصحاب المشروع فى شركات المساهمة تتمثل فى أصول يتعذر تصفيتها لحساب أحد المستثمرين ظهرت الحاجة إلى هذه الأسواق، حيث تباع

(1) chamber Of The Basle Stock Exchange

فيها الحقوق وتشترى دون مساس بأصل الثروة المتمثلة فى أصول المشروع.

وللوقوف على أهمية الدور الذى تؤديه هذه السوق فلنتصور غياب هذه الأسواق عن ساحة الواقع الإقتصادى المعاصر - والذى أضحت شركات المساهمة أبرز علاماته.

فلو إفترضنا أن أحد مساهمى إحدى الشركات يمتلك مائة سهم ويرغب فى تسييل هذه الأوراق لسبب أو لآخر، فليس أمام هذا المستثمر سوى أن يشرع فى إجراء سلسلة من الاتصالات بدءاً بالمعارف والأقارب والأصدقاء وانتهاءً بطرق أبواب المصارف وبيوت رجال الأعمال، عله يجد بين هؤلاء جميعاً من يقبل شرائها.

ولو افترضنا جدلا أن أثمرت جهود هذا المستثمر واتصالاته، أو ساقت إليه الأقدار - على غير ترتيب مسبق - من يقبل شراء هذه الأوراق فور عرضها عليه، فلن تنتهى مشكلة المستثمر عند هذا الحد، بل ستنهض أمامه مشكلة أخرى إذ عليه أن يقدر السعر الذى يطلبه وأدنى سعر يمكن أن يقبله.

ويستفاد مما تقدم أن هذا المستثمر قد يحتفظ بما لديه من صكوك الأسهم فترة طويلة دون أن يصادفه من يقبل شراءها وبالتالى تقل حتى تكاد تنعدم فرص تسييلها وإذا وجد من يقبل شراءها فإن الأمر سيخضع للمساومة واستغلال الفرص السانحة وخاصة من قبل أولئك الذين تتوفر لديهم المعلومات المتفوقة وقوة المساومة Super Knowledge and bargainning Power وليس هناك موضع لشك أن عجز المساهمين عن تسييل Liquidating ما فى حوزتهم من أصول مالية بمعنى تضاؤل فرص تحويلها بسرعة وسهولة إلى نقدية مؤداة استحالة قيام شركات مساهمة جديدة. فمن غير المتصور أن يقبل المستثمرون على شراء أسهم يتعذر إعادة بيعها، كما يؤدى ذات الوضع إلى وأد أية محاولة من قبل الشركات لزيادة رءوس أموالها بهدف زيادة الإنتاج أو تنويعه أو تحسينه وتطويره، وفضلا عما تقدم فإن الأوراق المالية التى تتضاءل فرص بيعها تنخفض قيمتها

وترتفع درجة مخاطرتها[1].

وإذا كنا قد تناولنا على أساس افتراضى مثالب غياب هذه الأسواق عن حياتنا المعاصرة،فعلى النقيض من ذلك تبدو أهمية وجود هذه الأسواق والتى يمكن الوقوف عليها من خلال هذه الأسواق.

وظيفة السوق الثانوية:

(أ) تسييل الأصول المالية المتمثلة فى الأسهم والسندات بسرعة وسهولة، حيث يصبح بوسع المستثمر الاستعانة بخدمات بيوت السمسرة فى الحصول على قيمة هذه الأوراق دون حاجة لتكبد مشقة البحث عن مشتر فيما لو اعتمد البائع على جهوده الذاتية من خلال التعامل المباشر وليس معنى ذلك أن البائع سيحصل دائماً على الثمن الذى يأمله أو حتى ذلك الذى يتوقعه وانما سيتمكن من بيع الأوراق التى فى حيازته بالسعر الناتج عن تفاعل قوى العرض والطلب.

(ب) إن الأصول المالية المتمثلة فى الأسهم والسندات تكتسب مزيداً من السيولة من خلال تقويم السوق المستمر لها، حيث يصبح بوسع المستثمر الحصول على قروض بضمانها وبنسبة معينة من القيم السوقية المعلنة، وهى تتباين باختلاف درجة المخاطرة سواء كانت مالية أو إقتصادية، وقد اصطلح علماء التمويل والاستثمار على تسمية الأوراق المالية التى تستخدم كضمان للحصول على قروض شأنها شأن باقى الاصول بأنها Collateral assets.

(جـ) إن تسهيل تسييل الأوراق المالية فى أسواق التداول يؤدى إلى زيادة قيمة الأوراق المالية المقدمة كضمان للحصول على القروض[2].

---

(1) The more Marketable a security is, The higher the price Purchasers are willing to Pay. Financial Management Op. Cit, p 10

(2)since Security Markets enhance the liquidity Of Securities, They necessarily augment their Collateral values Robert H. Wessel Principles Of Financial analysis P. 210.

(د) نظرا لقيام السوق بتلك الخدمات فإن المستثمرين يصبحون أكثر استعداداً لشراء الأسهم والسندات واثقين من إمكانية تصفيتها بسرعة وبسهولة وبأدنى تكلفة ممكنة وافضل سعر ممكن، ومؤدى ذلك أن السوق الثانوية تؤدى خدمة عظيمة القدر للسوق الأولية، حيث يصبح بمقدور أى من الشركات التى ترغب فى زيادة رءوس أموالها أن تطرح إصدارتها للاكتتاب العام.

(هـ) بفضل الرقابة المستمرة من جانب السوق على الشركات من خلال عمليات تقويم الأداء، بل وتقويم الشركات (باعتبار أن القيم السوقية لأسهم إحدى الشركات فى تاريخ معين تمثل قيمة الشركات من وجهة نظر المجتمع، وكذا تسجيل وتسهيل نشر الأسعار بمعرفة السوق فإن تلك الأسواق تؤدى إحدى أهم الخدمات فى تمويل التنمية الاقتصادية بتوجيه التدفقات النقدية فى مسارها هذا فضلاً عن الوظائف الأخرى التى تعرضنا لها فى المبحث الأول عن وظائف بورصة الأوراق المالية.

وإذا كنا عرضنا لأهم الوظائف التى تقوم بها السوق الثانوية فلا يفوتنا أن ننوه إلى بعض الأخطاء الشائعة التى تتعلق بوظائف السوق الثانوية.

يذكر بعض الكتاب «أن البورصة هى الجهاز الذى يحدد ثمن الأوراق المالية التى يتم تداولها فيها»[1].

وحقيقة الأمر أن البورصة ذاتها لاتبيع ولاتشترى ولاتمتلك ولاتشارك فى تحديد الأسعار بالنسبة للأسهم أو السندات ووظيفة البورصة هنا لاتتجاوز توفير المكان الملائم لإلتقاء البائعين بالمشترين من خلال الوسطاء والأعضاء المقيدين (Listed) والإعلان عن الأسعار الناتجة عن تفاعل قوى العرض والطلب فى سوق للمزايدة.

وتعضيداً لما سقناه وتفنيداً لما أورده غيرنا وتثبيتا للحقيقة العلمية فقد يكون من

---

(١) مذكرة معهد التخطيط القومى رقم ١٣٣١ - جمهورية مصر العربية اكتوبر سنة ١٩٨٣ إعداد المستشار محمود فهمى رئيس الهيئة العامة لسوق المال (سابقا)

المناسب أن نعرض فى صلب هذا البحث لما ذكره علماء التمويل والاستثمار.

The stock exchange it- self neither buys nor sells securities nor does it Participate in the determination of stock or bond prices It Merely Providies the place where buyers and sellers from all over the country and Perhaps the world are brought together to effect exchanges, .Where the forces of supply and demand determine Prices in a free auctien market. (١)

ويقول آخر.

The exchange itself neither buys, owns, nor sets the Prices of securities. All these are activites of members of the exchange initiated by investors who can express their Investment needs quickly .and economically through the members.(٢)

ثانيا: التقسيم التنظيمى:

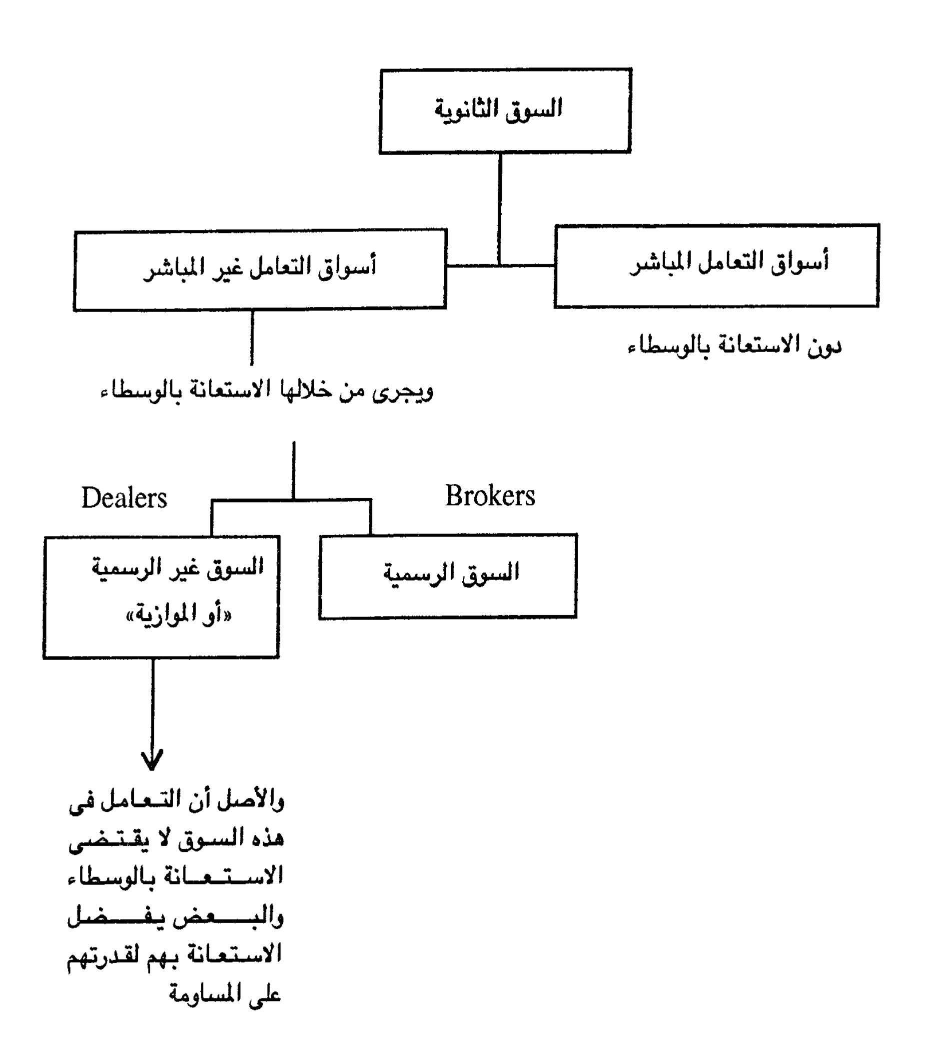
ليست سوق التداول هى السوق الرسمية أى «البورصة» فقط كما قد يتصور البعض، ولكنها تشمل كافة الأسواق التى يجرى التعامل من خلالها على الأوراق المالية السابق إصدارها سواء كانت هذه الأوراق مقيدة فى السوق الرسمية أو غير مقيدة ويجرى التعامل عليها فى السوق الرسمية وسواء تم التعامل عليها بطريقة مباشرة أى دون استعانة بالوسطاء أو بطريقة غير مباشرة.

ولمزيد من التوضيح يمكننا تحديد هيكل السوق الثانوية Market structure من خلال تصوير الخريطة التنظيمية التالية لها.

---

(1) - Robert H. Wessel Op. Cit P. 227

(2) Fredrick Amling investment, Fourth Edition an introdution analysis and managment P. 234.



ومن الممكن التمييز بين أسواق الأوراق المالية وفقاً للأسلوب الذى يقع عليه اختيار المستثمرين لعقد الصفقات على الأوراق المالية المعروضة للبيع أو المطلوبة للشراء.

فقد يعتمد المستثمرون على جهودهم الذاتية فى البحث عمن يبيع لهم أو يشترى منهم أوراقاً مالية وذلك مايعرف بالتعامل المباشر Direct transaction وتسمى السوق فى هذه الحالة Direct search market، وقد يلجأ، المستثمر إلى أحد بيوت السمسرة Brokerage house التى تشتغل ببيع وشراء الأوراق المالية، بما يغنيه عن تكبد مشقة البحث عمن يشترى منه أو يبيع إليه، ويتمكن بالتالى - خاصة إذا ما كانت السوق تتمتع بدرجة عالية من الكفاءة - من الحصول على أفضل الأسعار من خلال سوق للمزايدة ولذلك تعرف هذه الأسواق بأنها auction Markets.

وقد يجد المستثمر من مصلحته اللجوء لأحد المشتغلين بالمتاجرة فى الأوراق المالية وهم الذين إصطلح على تسميتهم فى الدول الرأسمالية بلفظ Dealers وهو الأمر الذى يمكن المستثمر من تسييل أصوله بسرعة وبسهولة.

أولاً: أسواق التعامل المباشر **Direct search markets**

على الرغم من إمكانية قيام الأفراد بالتعامل مع بعضهم البعض تعاملاً مباشراً فى شراء وبيع الأوراق المالية دون الإستعانة بالوسطاء المتخصصين، إلا أن بعض التشريعات ومنها التشريع المصرى لا يجيز التعامل فى الأوراق المالية تعاملاً مباشراً [1].

ويرى علماء الإستثمار أن أبعد الأسواق عن تحقيق أمثل الأسعار هى تلك

---

(١) أضاف المشرع المصرى بموجب القانون رقم ١٣١ لسنة ١٩٨١ مادة جديدة برقم ٣٠ مكرر إلى القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ ونصها «لا يجوز التعامل فى الأوراق المالية سواء كانت مقيدة بجدول الأسعار الرسمى أو غير مقيدة بالجدول إلا بواسطة أحد السماسرة المقيدين ببورصات الأوراق المالية، ويكون السمسار الذى تتم الصفقة بواسطته ضامناً لسلامة البيع، ويقع باطلا بحكم القانون كل تعامل على خلاف ذلك». إلا أن المشرع أدخل تعديلاً جديدا على النص المتقدم من خلال قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ٩٢ ليوائم التصورات المستقبلية لهيكل سوق الأوراق المالية فى مصر، فنصت المادة ١٨ منه على أن يكون التعامل فى الأوراق المالية المقيدة فى البورصة بواسطة احدى الشركات المرخص لها والا وقع التعامل باطلا، وهو ما يعنى بمفهوم المخالفة اطلاق حرية التعاقد أو التنازل أو التصرف فى الأوراق المالية غير المقيدة دون وساطة الشركات المرخص لها.

الأسواق التى يتعين فيها على كل من البائع والمشترى أن يبحث كل منهما عن الآخر.

وقد سبقت منا الإشارة عند الحديث عن أهمية السوق الثانوية إلى أن المستثمر الذى يلجأ إلى أسلوب التعامل المباشر Direct transaction قد يحتفظ بما لديه من صكوك الأسهم أو السندات فترة طويلة دون أن يصادفه من يقبل شراءها إن كان راغباً فى البيع، وأنه لو تصادف ووجد من يقبل شراءها فسوف تثور أمامه مشكلة السعر الذى ينبغى أن يقبله أو يطلبه، وغالباً مايتم التعامل على الأسهم العادية للشركات الصغيرة وخاصة بنوك القرى تعاملاً مباشراً فى الدول الرأسمالية.

"The comman stocks of small companies, especially small rural banks trade in fragmented direct search market "(1)

ويعتبر هذا النوع من التعامل أقل شيوعاً من غيره، وما قامت الأسواق الأخرى إلا لتذليل الصعوبات وإزالة العقبات التي يقابلها المتعاملون فى أسواق التعامل المباشر، ولعله من نافلة القول أن نضيف هنا أن المكان الذى يتم فيه التعامل يعد سوقاً ولو كان مقهى أو مطعماً أو نادياً فحيثما التقى البائع والمشترى وتعاقدا فهو سوق Marketplace هذا ويعتمد المتعاملون فى هذه الأسواق على المشافهة أو مايطلق عليه الغربيون A word of mouth.

ونظراً لعدم وجود أية وسيلة اقتصادية لاذاعة أسعار المعاملات التى تتم فى هذه الأسواق، فان المعاملات تتم فيها بأسعار مختلفة وأبعد ماتكون عن أفضل سعر ممكن.

ومع ذلك فان هذا النوع من التعامل بدأ ينتعش ويعث ولكن بشكل جديد فيما اصطلح عليه السوق الرابعة Fourth market والتى سيكون لنا وقفة عندها فى الموضع المناسب.

---

(1) Kennth garabade- Securties markets Mc Graw- Hill Book Co.P. 423.

ثانيا: أسواق التعامل غير المباشر Indirect transaction

١ - السوق المنظمة أو الرسمية Organised market

ثمة إجماع من قبل المشتغلين فى أسواق الأوراق المالية وعلماء الاستثمار أن أسواق الأوراق المالية المنظمة يجرى التعامل فيها بأسلوب أو طريقة المزاد العلنى "Auctioning" بمعنى أن هذه الأسواق أسواق مزايدة حيث يعرض فى هذه السوق كافة أوامر البيع والشراء على كافة المشتركين فى آن واحد، وتسود السوق حرية المنافسة وصولاً لأفضل الأسعار المقبولة من جميع الأطراف Favourable prices والتي يتم بها تنفيذ العمليات. وفى الأسواق النشيطة Active markets يتعذر التأثير على الأسعار من جانب فريق المتعاملين نظراً لتباين المصالح، فمن كان بالأمس - من نوى السطوة والقوة - بائعاً قد يكون فى اليوم التالى مشترياً والعكس أيضاً صحيح. ويظل المزاد فى هذه الأسواق مستمراً طوال جلسات التعامل Trading sessions.

وقد نصت لوائح بعض البورصات صراحة - ومنها بورصة الكويت - على أن البيوع التى تجرى داخلها هى بيوع مزايدة، أي تتم بالمزاد العلنى فتنص المادة الثانية من لائحة بورصة الكويت[١] «بأن يتم تداول الأوراق المالية داخل قاعة السوق Floor of trading عن طريق المزايدة المكتوبة وذلك بعرض جميع أوامر البيع والشراء على اللوحة المعدة لهذا الغرض طبقاً للقواعد والاجراءات المنصوص عليها فى هذه اللائحة.

كما تضمنت القواعد التنفيذية لتنظيم تداول الأسهم فى المملكة العربية السعودية[٢] فى مقدمتها مايلى:

---

(١) المراسيم واللوائح الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية - القرار رقم ١ لسنة ١٩٨٤ فى شأن قواعد ونظم تداول الأسهم بالسوق.

(٢) المؤسسة العربية لضمان الاستثمار أسواق الأوراق المالية العربية تنظيمها - أدواتها وأوضاع التعامل فيها ص١٨٤.

«يقصد بمكان السوق «ردهة البورصة» floor of the exchange التى يتم عليها تداول الأوراق المالية علناً» عن طريق وسطاء مرخص لهم يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم فى البيع والشراء بطريقة «المزاد العلنى» دون أن يكون هناك تماس فيزيائى بينهم وبين العملاء، وأن طريقة المزاد العلنى فى التداول تمكن من الوصول إلى أحسن الأسعار بالنسبة للبائع، Highlest Bid وللمشترى Lowest offer.

وكما فى أى سوق للمزايدة فان الأوراق المالية تباع إلى الوسطاء الذين يعرضون أعلى سعر للشراء، وتشترى من الوسطاء الذين يقبلون أدنى سعر بيع.

As in any auction market securuties are sold to the broker bidding the highest price and bought from the broker offering the lowest price.

ولأن السوق مستمرة فان البائعين والمشترين ينافس بعضهم بعضاً، والتنافس هنا هو التزاحم من قبل المتعاملين لإتمام الصفقات بما يرونه في مصلحتهم.

إلا أن تكييف السوق على الوجه المتقدم أنه سوق للمزايدة لا يصادف فى رأينا الصواب كله، وذلك أن المزاد كما عرفه فقهاء القانون وشراحه هو التنافس بين عدة أشخاص بحيث تعطى الصفقة لمن يقدم أعلى ثمن[1] . وشتان بين التعامل فى أسواق الأوراق المالية وبين التعامل فى صالات المزادات، ففى الأولى يتنافس عدد كبير من المشترين وعدد كبير من البائعين، ولا تتم الصفقات إلا عند أعلى سعر يعرضه المشترون وأدنى سعر يطلبه أو يقبله البائعون The highest bids and the lowest offers، ومن هنا يحصل التنافس بين المشترين بعضهم البعض والبائعين بعضهم البعض، يتنافس المشترون بأن يزيد بعضهم على بعض فى الأسعار التى يعرضونها ويتنافس البائعون مع بعضهم البعض من خلال الأسعار الأقل التى يطلبونها، بينما فى صالات المزاد فإن المتنافسين هم المشترون، وأما البائعون فلا وجه لجمعهم حيث أن البيع يتم لحساب جهة واحدة. ونظننا فى غنى

(١) د. على جمال الدين، الوجيز فى القانون التجارى، القاهرة ١٩٨٢ ص٤٣.

عن القول أن نضيف أن الوحدات المباعة فى صالات المزادات ليست غالباً متماثلة، ولو تعدد البائعون ماكان هناك وجه للمنافسة لعدم تماثل الوحدات محل البيع.

لذلك فنحن لا نتفق فى الرأى مع ماورد فى إحدى الموسوعات الشهيرة ذائعة الصيت التى جعلت من أسواق الأوراق المالية أسواقاً عرجاء تمشى على ساق واحدة حينما تقرر أن الأسعار التى تتحدد فى أسواق الأوراق المالية كأسواق للمزاد تتم وفقاً لأسعار الشراء التنافسية ونورد أصل النص على سبيل التحقيق:

Most stock exchanges are auction markets in which prices are determined by competitive bidding(1).

ولذلك لم يكن مستغرباً أن يحاول أحد الكتاب الغربيين أن يكون أكثر دقة من خلال تناوله لمفهوم هذه المعاملات على أنها مزاد ذو شقين A two-way auction بما يعنى أن الأوراق التى يتم بيعها إنما يتنازل عنها البائع الذى يقبل أدنى الأسعار التى يطلبها البائعون ويحصل عليها المتنازل اليه «المشترى» الذى يعرض أعلى الأسعار مقارنة بغيره من المشترين.

"This process is essentially an auction, in this case a two-way auction, by this we mean that the securities which are sold come from the seller who was willing to accept the lowest price and go to the highest bidder(2).

وعلى الرغم من التحرز الظاهر فى هذا الرأى بعدم تجاهله للطرف المقابل فى تنافسه مع سائر البائعين، إلا أنه أيضاً لم يخل مما يشوبه عندما اعتبر المنافسة من الجانبين من قبيل المزايدة بين الطرفين A two-way auction ونحن نقطع بأن ذلك غير صحيح، وغاية مايمكن القول به هنا إن اللفظ خالف القصد فجاء مشوباً بالقصور عن أداء المعنى المقصود، فإذا كان الاصطلاح يشير إلى أنه مزايدة من

---

(١) الموسوعة البريطانية، مرجع سابق جزء ١٦ ص٤٥٣.

(2) Robert H. Wessel, Principles of financial analysis P. 234.

جانبين فالحق أنه مزايدة من جانب ومماكسة «أي انتقاص» من جانب آخر[١] .
وإن شئت فقل أنها أسواق تقوم على سيادة المنافسة.

السوق غير الرسمية[٢] The over - the - Counter Market

إن أول مايستوقف الباحث ويثير لديه التساؤل عند تناوله بالبحث لموضوع السوق غير الرسمية هو اسمها الذى شاع استعماله من جانب الممارسين

---

(١) جاء فى لسان العرب لابن منظور أن المماكسة فى البيع تعنى انتقاص الثمن واستحطاطه والمكس هو النقص، وانتقاص الثمن فى البياعة، ويقال تماكس البيِّعان أى البائع والمشترى إذا تشاحا. وهذا بخلاف المكس وهو الضريبة التى يأخذها المكاس ممن يدخل البلد من التجار، وفى المعجم الوسيط لمجمع اللغة العربية ماكسة فى البيع مماكسة أى طلب منه أن ينقص الثمن.

(2)The over-the-counter market obtained its name from the manner in which security trading was practised in colonial days, when most security dealers actually had counters in their places of business. When purchases or sales were made it was customary for the securities literally to be passed back and forth over these counters. Although this practice has been abondoned, the name is still applied to those security markets. (Robert H. Wessel, Principles of financial analysis P. 223.

وكذلك:

The first securities issued by the fedral government and private commercial enter prises were bought and sold in the offices of banging houses. These houses actually had counters over which investor bought and sold by negotiation and over which they paid for and accepted delivery in the security in which they were dealing. Such purchases and sales were known as over-the-counter transaction to distingwish them from those executed on the organized exchanges.
(Charles Amos Dice & Eiteman, The stock market 52, P. 105.).

وأيضاً

"Before the establishment of organized exchanges, securities were purshased and sold over the counter of various bank offices. As organized exchanges came into existence, trading in unlisted stocks continued to be called over - the - Counter trading, even though that term was now a misnomer.
The Encyclopedia Americana. Vol. 17. P. 727.

وأيضاً:

In the early days of securities trading, stocks and bonds were often bought at private banking houses in the same way that commedities might be purchased over the counter of a general store. This was the origin of the term over - the counter.
(The New Encyclopedia Britannica Vol. 16. P. 451.)

والأكاديميين وكافة المشتغلين فى السوق المالية بمعناها الواسع وهذا المصطلح هو The over-the-counter market والذى قلما استخدم اللفظ المقابل له باللغة العربية، شأنه فى ذلك شأن الألفاظ الدارجة فى حياتنا، كثيرة التداول على الألسنة، مثل التليفون والتليكس والبورصة والبنك وغيرها من الألفاظ التى لاتنتمى إلى اللغة العربية. وقد تصدت بعض الموسوعات الغربية وكذا بعض الكتاب القلائل لهذه المسألة، ولم يختلف بعضهم على بعض أن هذه السوق قد اكتسبت إسمها من الطريقة التى كانت تمارس بها عمليات المتاجرة فى الأوراق المالية فى مكاتب بيوت الصيارفة فى العصور الاستعمارية حيث كان للمشتغلين بالمتاجرة فى هذه الأوراق محال "Stores" على أبوابها مناضد أو طاولات "Counters" يطلق عليها وحتى عصرنا الحالى لفظ «بنك» حيث كان يجرى تداول الأوراق المالية أخذاً وعطاء واستلاماً وتسلماً وقبضاً ودفعاً للأثمان من فوق هذه «البنوك» شأنها فى ذلك شأن سائر المحال التجارية حيث تباع وتشترى هذه السلع من فوق هذه «البنوك».

وعلى الرغم من أن هذه الممارسات لم يعد لها ثمة وجود بهذا الأسلوب وصار إسمها فاقداً للمعنى والمضمون وان شئت فقل «اسم على غير مسمى» إلا أن هذه السوق قد احتفظت باسمها التاريخى من قبيل التمييز بينها كسوق موازية أو غير رسمية Over-the-counter وبين البورصة كسوق رسمية Organized and formal market

تعريف السوق غير الرسمية

تعرف السوق غير الرسمية أو كما يطلق عليها البعض الموازية أو غير المنظمة بأنها سوق للمفاوضة Negotiation market غير رسمية Informal وغير مركزية، يجرى التعامل فيها بصفة أساسية على الأوراق المالية غير المقيدة فى جداول أسعار الأسواق الرسمية.

وهى سوق للمفاوضة لأن الأسعار فيها تخضع للتفاوض مع المشتغلين بالمتاجرة فى هذه الأسواق من المحترفين وهم طائفة الديلرز Dealers[١] وهى أيضاً غير مركزية لأن عمليات البيع والشراء لا تتم فى مكان واحد معد خصيصاً لهذا الغرض كما هو الحال فى بورصات الأوراق المالية.

ووجود هذه الأسواق فى بعض البلاد ليس دليلاً على تقدمها فى هذا الميدان، كما أن عدم وجودها ليس دليلاً على تأخرها، ودليلنا على ذلك أن المملكة المتحدة التى تمتلك أكبر بورصة فى العالم[٢] هى بورصة لندن لا توجد بها سوقاً غير رسمية، بينما توجد هذه الأسواق فى بعض البلاد الآخذة فى النمو مثل الكويت وتونس، ويطلق عليها فى هذه الأخيرة السوق غير القارة[٣] وأعظم هذه الأسواق شأناً فى زماننا المعاصر والتى ينقل عنها الدارسون والممارسون، ويرجع إليها دون غيرها الباحثون هى السوق غير الرسمية فى الولايات المتحدة الأمريكية والتى تستأثر بنحو ٩٥٪ من جملة العمليات التى تتم فى أسواق التداول[٤].

وقد يكون من المفيد الاشارة هنا إلى أنه ليس فى قوانين الولايات المتحدة

---

(١) سنتناول وظيفة الديلر Dealer بشى من التفصيل فى الموضع المخصص لها، ولكننا نسجل بداية أننا سنضطر لاستخدام هذا المصطلح فى أغلب الأحوال دون ترجمة أو تعريب لعدم افساد المعنى ورغبة فى التيسير وبحيث يكتب بالعربية كما ينطق بالانجليزية.

(2) The London Srock Exchange, The largest in the world in terms of the number and Varitey of domestic and international securities traded. in the United kingdom there is no over-the-counter market as such, "The New Encyclopaedia Britannica Vol. 16. P. 450, 451."

(٣) تنقسم السوق في تونس إلى سوقين، السوق القارة والسوق غير القارة، والسوق غير القارة هى التى يقع فيها تداول كل القيم التى لم يقع قبولها بعد فى السوق القارة (الاتحاد العربى لبورصات الأوراق المالية - ندوة الاستثمار ومعوقاته فى بورصات الأوراق المالية العربية. الدار البيضاء، ديسمبر ١٩٨٦).

(4) Strange as it may seem, 95 per cent of all securities trading take place in the over - the - counter to - day .
Charles Amos Dice & Eitemen, stock market 1952. P. 105.

الأمريكية - وغيرها أيضا فى البلدان - ما يلزم شركات المساهمة بقيد أوراقها فى جداول أسعار الأسواق الرسمية. وقد اتجه المشرع المصرى مؤخراً إلى محاكاة هذه الدول بالغائه للنصوص المقيدة السابقة على اصدار قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ٩٢ والتى كانت تلزم الشركات بقيد أسهمها فى جدول الأسعار ببورصة الأوراق المالية[١] ورغم وجاهة هذا التوجه، الا أنه قد فات المشرع المصرى أن يرخص فى انشاء سوق غير رسمية، باعتبارها البديل الأوحد لعملية القيد فى السوق الرسمية، وبذلك يكون المشرع قد أعطى للشركات خيار القيد شكلاً وسلبه جوهراً وموضوعاً[٢].

ويجرى التعامل فى الأسواق غير الرسمية فى الولايات المتحدة الأمريكية على أسهم آلاف من الشركات الصناعية الصغيرة نسبياً. وعلي الرغم من ذلك فإنها تعد السوق الرئيسية Major Market للتعامل فى أسهم معظم البنوك القائدة Leading banks وشركات التأمين وشهادات صناديق الادخار وسندات البلدية، وعدد كبير من أسهم الشركات الوطنية والأجنبية الصناعية والخدمية.

وتشير إحدى الدراسات فى الولايات المتحدة الأمريكية "warton study" إلى أن ٩٠ ألف ورقة مالية تقريباً خاصة بأوراق الشركات والسندات الحكومية يجرى التعامل عليها فى هذه الأسواق. ومن الثابت أيضاً أن السوق غير الرسمية يجرى التعامل فيها بنسبة ١٠٠٪ على السندات الحكومية وسندات البلدية[٣] .

---

(١) تقضى المادة ٥٥ من القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ باللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية بوجوب تقديم طلب قيد الأوراق المالية التى تصدرها أية شركة مساهمة إلى جميع بورصات الأوراق المالية فى مصر لتقيد فى جدول الأسعار بها. وألزمت نفس المادة لجان البورصات بأن تقيد من تلقاء نفسها فى جدول الأسعار جميع الأوراق المشار اليها فى الفقرة أ إذا لم تقدم الشركات صاحبة الشأن طلب القيد فى الميعاد المقرر.

(٢) انظر مقالنا بجريدة العالم اليوم بتاريخ ١٩٩٣/٩/٨ تحت عنوان خبير مصرى يقترح انشاء سوق أوراق مالية غير رسمية.

(3) fredrik Amling, investements op. Cit. p. 252.

وفيما يتعلق بأسباب التعامل على صكوك الأسهم فى هذه الأسواق فان ذلك يرجع فى أغلب الأحوال إلي صغر حجم الشركات المصدرة لهذه الأسهم أو لعدم ذيوع صيت هذه الشركات وقلة شهرتها. أو لأن الأسهم خاصة بشركات مغلقة تمتلكها إحدى العائلات، أو لأن الشركة لا ترغب فى قيد اسهمها فى احدى البورصات، أو لأن هذه الشركات ليست مستوفاة لشروط القيد فى البورصات.

ويقوم الديلر، الذى يتخذ من المتاجرة فى الأوراق المالية حرفة معتادة له بدور الأصيل "Principal" في هذه السوق، بمعنى أنه يتعامل لحسابه الخاص وليس وكيلاً بالعمولة كما هو الحال بالنسبة للسمسار "Broker".

وظائف السوق غير الرسمية

مما لاريب فيه أن الأسواق غير الرسمية تؤدى خدمة عظيمة القدر لجمهور المستثمرين من ناحية توفير الجهد الذى يبذلونه والوقت الذى ينفقونه، وان شئت فقل يضيعونه فى البحث عمن يشترى منهم أو يبيع اليهم فيما لو اعتمدوا علي التعامل المباشر فى بيع وشراء الأوراق المالية. ويمكن ابراز أهم الوظائف التى تقوم بها السوق غير الرسمية فيما يلى:-

١ - بيع الأوراق المالية الخاصة بالإصدارات الجديدة، فمن المتعارف عليه فى البلاد الأجنبية أن بنوك الاستثمار تعتمد على بيوت الديلرز Dealers firms فى بيع الأوراق المالية المصدرة. ومن الأمثلة الشهيرة على ذلك أن شركة موتور فورد الأمريكية إستعانت بحوالى ألف ديلر عند طرح أسهمها للاكتتاب العام لأول مرة عام ١٩٥٦(١) .

---

(1) The first Public sale of the stock of the ford motor Company in early 1956 is an outstanding example of the employment of many securities dealers in an initial distribution In this instance about 1000 Dealers Participated, Robert wessel, op. Cit. P. 224.

ولئن كانت هذه الوظيفة من وظائف السوق الأولية إلا أننا لم نجد محيصاً من ذكـرها فى هذا الوضع الذى نتحدث فيه عن وظائف السوق غير الرسمية لإبراز أهميتها.

٢ - تقوم السوق غير الرسمية بتسييل الأصول المالية التى يقتضى الأمر بيعها بكميات كبيرة Large blocks وبسرعة فائقة. ومثل هذه الكميات غالباً مايتعذر تسييلها فى السوق الرسمية بالسعر المناسب وفى الوقت المناسب إذا ماكانت مقيدة فى هذه السوق، فضلاً عن أن إغراق السوق الرسمية بها "Dumping" يترتب عليه إختلال مؤقت فى العلاقة بين العرض والطلب وبالتالي هبوط قيمتها ونزولها نزولاً حاداً ويحدث ذلك غالباً فى حالة وفاة أحد كبار مساهمى الشركات المغلقة.

٣ - كما تقوم السوق غير الرسمية بتسهيل تسييل الأوراق المالية بحيث تتفوق هذه السوق من ناحية السرعة على غيرها من الأسواق المنظمة بل وتصبح منافساً لها.

ومن المزايا التى يحصل عليها السماسرة. وهذه فى أغلب الأحوال - إن لم تكن جميعها أكبر - من هامش الربح الذى يحصل عليه الديلرز وهو يمثل الفرق بين سعر الشراء والبيع Bid - Ask spread.

كيفية التعامل مع «الديلرز»

أمام المستثمر الذى يرغب فى بيع أو شراء ورقة مالية معينة أحد أسلوبين. الأول أن يتوجه مباشرة إلى أحد بيوت الديلرز لشراء الورقة التى يرغب فيها أو لبيع الورقة التى يرغب عنها. أما الأسلوب الثانى فيتحقق بلجوء المستثمر إلي أحد سماسرة الأوراق المالية ليقوم هذا الأخير بصفته وكيلاً عن العميل بشراء أو بيع الأوراق المالية التى كلفه بها عميله من خلال أحد مكاتب «الديلرز»، والدور الذى

يقوم به السمسار فى هذه الحالة هو دور تاجر التجزئة الذى يتسوق من بين عدد كبير من بيوت الديلرز للحصول على أفضل الأسعار .

وعلى الرغم أن العميل يتكبد عمولة سمسرة فى هذه الحالة إلا أنه غالبا ما يفضل هذا الاسلوب ويؤثره على الاسلوب الأول للأسباب التى سنبينها فيما بعد. وتبدأ هذه المعاملات غالبا بالاطلاع على نشرة الأسعار الخاصة بمكتب الديلر والتى تتضمن أسعار البيع والشراء، وبالطبع فإن هذه الأسعار لاتمثل أفضل الشروط الممكنة لتنفيذ العملية من وجهة نظر المستثمر لذلك فلا غرو أن يقدم الديلر فى كثير من الأحيان بعض التنازلات "Concessions" إذا ما تعرض لبعض الضغوط وبفرض أن أسعار الديلر لورقة ما هى ١٨ جم للشراء "Bid" ٢٠ جم للبيع "Ask" فمن المحتمل أن يقبل ١٩,٣٥ جم عند قيامه بالبيع أو ١٨,٥٠ جم عند قيامه بالشراء، ويتوقف حجم أو مقدار الفرق بين سعر الشراء والبيع على عدة عوامل أهمها نوعية الورقة وكمية الأوراق المطلوب بيعها أو شراؤها وظروف العرض والطلب وعدد الديلزر الذين يتنافسون فيما بينهم لصناعة سوق لورقة معينة.

ويتغير فرق السعرين "the spread" الذى يحصل عليه الديلر بتغير حجم التعامل علي الورقة، فالعلاقة بين حجم التعامل وفرق السعرين علاقة عكسية فكلما زاد التعامل على ورقة مالية معينة كلما قل هامش الربح أو ما اصطلح عليه فى الأسواق "Spread" وكلما قل التعامل على تلك الورقة كلما زاد هامش الربح.

ونظرا لما للسمسار من قدرة فائقة عل المفاوضة والمساومة فإن علماء الاستثمار على غير اختلاف بينهم يستحسنون التعامل مع الديلرز من خلال سماسرة الأوراق المالية رغم تكبد العميل فى هذه الحالة للعمولة التى يتقضاها السمسار.

الأسواق غير الرسمية الداخلية والخارجية[1] Inside and outside Markets

أولاً: الأسواق الخارجية:

الإجراءات التى تناولناها بشأن كيفية التعامل مع الديلر أيا كان الاسلوب الذى يقع عليه اختيار العميل أى فى التعامل مباشرة مع الديلر أو من خلال أحد سماسرة الأوراق المالية تمثل أحد شقى التعامل مع الديلر ويطلق عليها مسميات فى الأسواق الأجنبية.

الأول: الاسواق الخارجية Outside Markets

الثاني: أسواق التجزئة Retail makets

والمسميات شىء واحد وإن اختلفت الألفاظ المستخدمة لتبيان المقاصد فهى أسواق خارجية لأن التعامل فيها لايتم بين المحترفين بعضهم البعض، وإنما يتم بين أحد بيوت الديلرز من جهة وبين الجمهور من جهة أخرى، ومن يتعامل مع الجمهور حتى فى الأسواق التقليدية يعرف بتاجر التجزئة Retailer وتزداد المسألة وضوحاً بتناول الشق الثانى من هذه المعاملات.

ثانياً: الأسواق الداخلية[2]

ولايقتصر تعامل الديلرز فى الأسواق غير الرسمية على التعامل مع الجمهور إنما يتعامل الديلرز مع بعضهم البعض فيما يمكن أن نطلق عليه أسواق الجملة Whole sale markets ويتم هذا التعامل إما بهدف تعديل مخزون أحدهم من الأوراق المالية Adjusting the inventory أو لتزويد أحدهم بما يحتاج إليه من الأوراق المالية المطلوبة من أحد أو بعض عملائه والتى لاتتوفر لديه.

ويطلق على هذه السوق أيضا ثلاثة مسميات:

---

(1) A- Robert. H. Weessel, OP Cit P 226.
B- Kenneth Garbade, Securities Markets, P. 431.

(2) A. Kennth Garabade Cp Cit, P. 432.
B.Robert Wessel Op. Cit. P. 226

الأول: الأسواق الداخلية Inside Markets

الثانى: أسواق التعامل الداخلى بين المحترفين Interdealer markets

الثالث: أسواق الجملة: Wholesale Markets

ويبين من هذه المسميات أيضا انها تتفق فى تحديد نوع التعامل فى هذه السوق ويوضح بعضها بعضا.

ويلاحظ إنخفاض هامش الربح "Spread" فى الأسواق الداخلية عن الأسواق الخارجية بمعنى أن فرق السعر الذى يحصل عليه الديلر (المشترى) من الديلر (البائع) يكون دائماً أقل من الفرق الذى يتم الحصول عليه من خلال تعامل الديلر مع الجمهور وهذا أمر طبيعى وضرورى حتى يتمكن الديلر الذى لاتتوفر لديه الأوراق المطلوبة من شرائها من تاجر آخر ويبيعها إلى العميل بعد تحقيق الربح المناسب والذى يضيفه على الثمن المشترى به، كما قد يقوم تاجر التجزئة هنا بتقاضى عمولة فيكون قد قام هنا بدور السمسار. والمعاملات فى السوق الداخلية تؤدى إلى تخفيف الاختلالات فى المخزون العشوائى وتصبح الأسعار والمخزون أكثر تجانساً وانسجاماً مع متطلبات السوق.

نظام التسعير فى السوق غير الرسمية Quotation

عندما يقوم السمسار بتنفيذ أمر عميله مع أحد بيوت الديلرز فى السوق غير الرسمية بصفته وكيلا عنه فإن أول سؤال يطرح نفسه على السمسار هو «من أفضل ديلر يمكن التعامل معه كأحد صناع السوق النشطين» وأما السؤال الثانى فهو (أى من هؤلاء الديلرز يعطى أسعاراً أفضل من الآخرين ويتقبلها العميل)[1].

وبفرض أن هذا السمسار يقوم بعمله فى الولايات المتحدة الأمريكية التى تتمتع

---

(1) Kenneth Garabade, Cp. Cit P 449.

باضخم وأعظم الأسواق غير الرسمية شأناً في العالم[1].

فإن الإجابة على هذين السؤالين تخلص فى الآتى:-

قبل عام ١٩٧١ كان يكفى النظر إلى نشرة الأسعار القرنفلية وإن شئت فقل الوردية والتى كان يصدرها مكتب التسعير الوطنى National Quotation Bureau (NQB) حيث كانت هذه النشرة توزع يوميا على السماسرة مبينا بها أسعار طلبات الشراء وعروض البيع التى يرفعها الديلرز إلى مكتب التسعير الوطنى (NQB) بعد ظهر اليوم السابق.

وبسبب تأخر إعلان الأسعار ما يقرب من يوم صارت هذه النشرة عند السماسرة غير عملية بسبب عدم تزامنها على أساس أن هذه الأسعار مبلغة فى يوم سابق وهم يعبرون عن ذلك بكونها (stale) أو (not Fresh) إذ ليس من المتوقع قيام الديلر ببيع ورقة مالية فى صباح يوم ما بنفس السعر الذى عرضه بعد ظهر اليوم السابق، ومع هذا فإن تلك النشرات كانت تشير إلى أكثر الديلرز نشاطا فى إصدارها وكان السمسار يقوم بالاتصال تليفونيا أو عن طريق «التليتيب» Teletype بمكتب الديلر الذى وقع عليه الإختيار لتنفيذ العملية، وأدت التكاليف التى يتحملها السمسار وكذا الجهد الذى يبذله والوقت الى ينفقه إلى تضاؤل الحافز على تنفيذ عملية البحث فى السوق غير الرسمية.

تطور نظم التسعير في السوق غير الرسمية

فى ٨ فبراير ١٩٧١ بدأت الجمعية الوطنية للمشتغلين بتجارة الأوراق المالية National Association Of Securites Dealers (NASD) نشاطها فى السوق غير الرسمية (OTC) وأتاحت للديلرز والسماسرة نظاما للتسعير الآلى (NASDAQ) والذى أضفى على المعاملات فى هذه السوق رؤية ذات مضمون

---

(١) تم الاستعانة بالمؤلفات الخاصة بالسوق غير الرسمية الأمريكية باعتبارها أنشط وأضخم هذه الأسواق فى العالم ولسبقها لشتى البلدان في هذا المجال وما يجرى حاليا من محاولة بعض الدول وخاصة النامية محاكاتها فى هذا الصدد.

ومعنى Meaningful لما يجرى فيها وزودها بوسيلة إليكترونية لإعادة تنظيمها هيكليا.

وعلى الرغم من أن المعلومات التى يتم تجميعها وإعادة توزيعها من خلال النظام الآلى تقتصر على التعامل فى السوق الداخلية Interdealer Market أو ما يسمى أيضا بسوق الجملة والذى يتم فيه التعامل بين الديلرز بعضهم البعض، وأن هذه البيانات تتضمن أيضا حجم التعامل لكل صناع السوق إلا أن هذه البيانات لها قيمة رائعة بالنسبة لجمهور المستثمرين وللجمعية أيضا باعتبارها المسئولة عن تنظيم العمليات والتأكد من وجود سوق عادلة ومنظمة وخالية من أى سلوك غير قانونى.

والنظام الجديد بتعجيله الافصاح عن السعر قد أدى إلى تغيير جوهرى فى هيكل السوق(١).

نظام التسعير الآلى للمشتغلين بالمتاجرة فى الأوراق المالية فى السوق غير الرسمية

National Association of Securites Dealers Automated Quotation System

ترتبط بيوت السمسرة والديلرز بشبكة معقدة من الاتصالات بنظام التسعير الآلى. حيث يتوفر لدى كل مؤسسة من مؤسسات الديلرز وحدة طرفية "Terminal" وهى مزودة بشاشة فيديو وترتبط هذه الوحدات الطرفية بالنظام الآلى للتسعير، ومن خلال هذه الوحدات الطرفية التى تتاح للديلرز دون سواهم يقوم الديلرز بتزويد النظام الالى بالمدخلات التى تتمثل فى أسعار الأوراق المعروضة وتلك المطلوبة وتظهر هذه المدخلات "inputs" بعد ثوان على شاشات الفيديو المتاحة للسماسرة والديلرز الآخرين مصحوبة بالبيانات الموضحة لها وبذلك تم القضاء على المشكلة الخاصة بنظام النشرات القرنفلية التى لاتتزامن مع أوقات صدورها، وما تقدم يعرف بالمستوى الثالث من الوحدات الطرفية.

أما المستوى الثانى فيتم من خلال ترتيب أسعار عروض البيع وطلبات الشراء

---

(1) (NASDAQ) so accelerated The disclosure Of Price Information, how ever that it fundamentally altered the structure Of that market (kenth Garbade) Op. Cit P 441.

ترتيبا موضوعيا تنازليا وتصاعدياً موضحاً أمام كل سعر منها اسم الديلر، وهذه الوحدات الطرفية خاصة بالسماسرة والمؤسسات الاستثمارية.

أما المستوى الأول من الوحدات الطرفية فيبرز أفضل أسعار عروض البيع وطلبات الشراء.

والجدير بالذكر أن الديلرز أنفسهم هم الذين قاموا بتكوين الجمعية الوطنية وذلك للحفاظ على مستوى عال من الأداء.

هذا وقد ساعد النظام الجديد على زيادة كفاءة السماسرة فى البحث عن أفضل أسعار لعروض البيع وأعلى أسعار لطلبات الشراء كما أن هذا النظام قد تلاشى معه إلى حد كبير إمكان التعامل على أسعار بعيدة عن أفضل الأسعار المتاحة فى السوق.

ومع هذا فإن الأسعار وفقا لهذا النظام ليست ملزمة حتى لأولئك الذين أعلنوا بها عن أنفسهم من خلال نظام التسعير الآلى بمعنى أنها لاتعتبر تعاقدا ملزماً ولهذا وجب التعزيز من خلال الاتصال التليفونى بين الديلر والسمسار[1].

السوق الثالثة Third Market

قدمنا عند تعريفنا للسوق غير الرسمية أنها تتعامل فى الأوراق المالية غير المقيدة فى الأسواق الرسمية، ولكن الأمر يختلف هنا إذ يتم التعامل فى السوق الثالثة وهى سوق غير رسمية على أوراق مقيدة فى السوق الرسمية.

ولعل السبب فى قيام هذه السوق هو الصعوبات التى غالباً ما تقابل المؤسسات عند بيعها لكميات كبيرة من الأوراق المالية المقيدة فى البورصات لذلك قامت المؤسسات غير المشتركة في عضوية البورصات بالولايات المتحدة الأمريكية بانشاء أسواق غير رسمية يجرى التعامل من خلالها على بعض الأوراق المقيدة فى جداول

---

(1) Kennrth Gerbade, Op Cit 441.
وكذلك
Papors essied by National
Association Of Securities dealers
وقد رأيت أن اضيفها إلى الملحقات (ملحق ٤).

أسعار السوق الرسمية.

وعلى الرغم من أن المعاملات تتم فى إطار السوق غير الرسمية، فإن أسعارها ترتبط بأسعار التعامل فى البورصة، وقد أطلق على هذه السوق تمييزاً لها عن غيرها السوق الثالثة.

السوق الرابعة Fourth Market

وفي الولايات المتحدة أيضا سوق رابعة وهى سوق التعامل المباشر على الأوراق غير المقيدة فى البورصة، ولا مجال للوساطة فى هذا النوع من الأسواق ويرجع السبب فى قيام هذه السوق إلى حاجة بعض المؤسسات الى تنفيذ بعض الصفقات باحجام كبيرة (Blocks) وبأقل تكلفة ممكنة وتقوم بعض الشركات المتخصصة بربط عملائها بشبكة من الوحدات الطرفية Terminals وعملاء هذه الشركات المتخصصة هم المؤسسات الاستثمارية الكبرى والتى تشمل صناديق الادخار والمعاشات والتأمين التبادلى والبنوك التجارية[١] ومن مزايا هذا الأسلوب الاقتصاد فى عمليات المتاجرة فى الأوراق المالية بوحدات كبيرة فضلا عن سرعة التعامل. ورغم تقاضى الشركات التى تؤدى الخدمات لاتعاب Fees تعد عالية التكاليف إلا أنها تنخفض بإنخفاض أعباء خدمات البحث والاستشارة التى تقوم بها بيوت السمسرة[٢] والجدير بالذكر أن الكميات التى تعتبر (Blocks) هى الكميات التى تبلغ ١٠,٠٠٠ سهم فأكثر[٣].

---

(1) Encyclopedia Britanica Op. Cit P. 452.

(2) Fourth Market, The Market in Which unlisted securities are Traded Privately between brokers and clients using The more normal methods Longman Dic Of business Eng.

(3) A block is defined as one Transaction involving 10.000 Or More shares of stock (Jack Clark fran cis, management of investment m Grow Hill . P . 105

المبحث الثالث

معايير الكفاءة ودور جهاز السوق فى تحديد اتجاهات وحركة الاسعار وفقا لمختلف النظريات

المقاييس الوصفية لأداء السوق Measures of market Performance

لو كان بإستطاعة كل مستثمر التعرف على مصالح المستثمرين الآخرين دون أية أعباء او تكاليف (At zero costs) لتوفر لدينا سعر وحيد للتوازن لأية ورقة مالية فى أية لحظة من الزمان.

إن عرض أية ورقة مالية بسعر أدنى من سعر التوازن يؤدى إلى تهافت المستثمرين عليها المتأهبين للشراء، وكذلك فإن طلب شراء أية ورقة مالية بسعر أعلى من سعر التوازن يؤدى حتماً إلى جذب المستثمرين المتأهبين للبيع.

وينبنى على ما تقدم صعوبة تنفيذ أية طلبات بسعر أدنى من سعر التوازن السائد فى السوق، وكذا صعوبة تنفيذ أوامر البيع الصادرة بسعر أعلى من سعر التوازن، وتفسير ذلك أن أعلى سعر يعرضة المشترون سوف يكون أقل من أدنى سعر يقبلة البائعون، وكذلك فان أدنى سعر يطلبه البائعون سيكون أعلى من أى سعر يعرضة المشترون.

وفضلاً عما تقدم فإنه من غير المتصور أن تتم المعاملات بأسعار أدنى من أعلى سعر طلب شراء متاح كما لا يتصور حدوثها بسعر أعلى من أدنى سعر عرض متاح حيث كان بوسع البائع فى الحالة الأولى أن يبيع ما لديه من أوراق بسعر أعلى، وكان بوسع المشترى فى الحالة الثانية أن يعقد هذه الصفقة بسعر أقل.

إن مستوى السوق الذى تنتشر فى ربوعه المعلومات بلا مقابل لا تكاد نعرفه فى عالم سابق ولا فى عالمنا المعاصر وهو أمر بعيد المنال حيث أن التعرف على

مصالح الآخرين غاية يصعب إدراكها وإذا صار ذلك الأمر ممكنا فبثمن باهظ التكاليف. إن وجود طلبات شراء بسعر أعلى من أدنى سعر يقبلة البائعون يعكس المعلومات والتى هى من خصائص الأسواق التى يعز فيها الاتصال بين المتعاملين فى السوق الواحدة وهى التى يطلق عليها Fragmented Markets .وكلما زادت تكلفة الاتصال كلما عز الاتصال وصارت الأسعار أكثر بعداً عن أفضل الأسعار المتاحة.

وهناك ثلاثة مقاييس وصفية لأداء السوق والتى تبرز أهمية سرعة انتشار المعلومات بين كافة المتعاملين فى السوق.

١- عمق السوق Market's depth

٢- اتساع السوق Maket's breadth

٣- مرونة السوق Market's resiliency

المعيار الأول عمق السوق Market's depth

توصف السوق بالعمق إذا كانت هناك ثمة أوامر حقيقية أو غير حقيقية تتعلق بأوراق مالية معروضة للبيع أو مطلوبة للشراء بأسعار تزيد أو تقل عن الأسعار السائدة في سوق الأوراق المالية. أما الأوامر الحقيقية فهى التى تمثل تعاملاً فعلياً وحقيقياً على أوراق موجودة بالفعل، وأما الاوامر غير الحقيقية فهى التى يجرى التعامل فيها على أوراق غير موجودة أو لا يتيسر تغطيتها بسهولة. فحينما يجرى التعامل فى سوق ذات عمق على ورقة مالية يلاحظ أن ثمة إختلالات وقتية لأوامر البيع أو أوامر الشراء «بمعنى عدم وجود أوامر عكسية لأى منها» تؤدى الى حدوث تغيرات محسوسة فى الأسعار ويترتب على هذه التغيرات إعادة التوازن بين أوامر البيع وأوامر الشراء. وتتطلب السوق ذات العمق علم المستثمرين الفورى باسعار العرض والطلب من جهة وتعاملهم بمقتضاه من جهة أخرى. ومن متطلبات هذه السوق أيضا أن يتولى مهمة تنفيذ أوامر المستثمرين سواء كانت بيعا أم شراءً

سماسرة على درجة عالية من الدراية بظروف السوق، وتتوفر فيهم القدرة على تنفيذ الأوراق المحدد أسعارها مسبقا (Limited price orders) بمجـرد أن تصبح هذه الأسعار متاحة فى السوق. وتعتبر المعرفة الفورية بالأسعار والتنفيذ الفورى للأوامر شروطاً مسبقة لوصف السوق بأنها سوق ذات عمق.(١)

وعلى النقيض من ذلك نجـد أن الأسـواق التى لا يتوفـر لهـا وسـائل الاتصـال (Fragmented markets) ويشق فيها الاتصال بين المتعاملين بعضهم البعض بالسرعة والتكلفة المناسبة تفتقر الى هذا العمق، فقد تمضى فترات طويلة دون أن يصبح تنفيذ الأوامر المنبثقة عن هذه السوق أمرا ممكناً أو حتى محتملاً فى وقت قصير لاحق.

اتساع السوق Market's Breadth

توصف السوق بالإتساع إذا توفرت فيها أوامر البيع والشراء بأحجام كبيرة أو غير محدودة، وكلما زاد حجم السوق كلما زادت فرص استقرار التغيرات فى الأسعار والتي تصاحب عادة اختلال أوامر البيع والشراء. وكلما زاد عدد المستثمرين الذين تتطاير إليهم المعلومات عن التغيرات فى أسعار العرض والطلب لتوها كلما كان ذلك دليلا على إتساع السوق وإنتفاء محدوديته.

وعلى الرغم من صعوبة الفصل بين عمق السوق وسعته فى الحياه العملية لارتباطهما الوثيق، إلا أنهما ليسا شيئاً واحداً وليست لهما دلالة أو مفهوم واحد.(٢)

ورغبة منا فى إبراز وجه الاختلاف بين سعة السوق وعمقة Depth and breadth of a market فسوف نعرض من خلال الجدول(٣) التالى أربع صور

(1) Kennth Garabade - securities markets - op. cit. p. 420.

(2) Although market depth and breath are closely related in practice they are not identical concepts. (Kennth Garbade op. cit. p. (421).

(٣) هذا الجدول مقتبس من كتاب Securities markets مرجع سابق.

محتملة أو ممكنة لأسعار الطلب فى سوق، أفضل سعر لطلب شراء فيها هو ٥٠ جم لوحدة الورقة المالية.

بيان توضيحي لسعة السوق وعمقة

Market Depth and Breadth

Bid price أعلى سعر طلب شراء متاح	١ Thin and shallow سوق ضيقة وضحلة	٢ Thin but deep سوق ضيقة ولكنها ذات عمق	٣ Broad but shallow سوق واسعة ولكنها ضحلة	٤ Broad and deep سوق واسعة وذات عمق
	وحدة	وحدة	وحدة	وحدة
٥٠ جم	١٠٠	١٠٠	٥٠٠	٥٠٠
٤٩ جم	٢٠٠	٢٠٠	٥٠٠	٥٠٠
٤٨ جم	—	٣٠٠	—	٧٠٠
٤٧ جم	—	٣٠٠	—	٩٠٠
٤٦ جم	—	٣٠٠	—	١٥٠٠

بإمعان النظر فى الجدول السابق نلاحظ الآتى:-

١- بوسع المستثمر أن يبيع مائة وحدة باعلى سعر طلب شراء bid وهو ٥٠ جم فى أى من الأسواق الأربعة.

٢- اذا رغب المستثمر فى بيع ٣٠٠ وحدة وفى أى من السوقين الضيقين ١ ، ٢ أى ٢٠٠ وحدة إضافية فضلاً عن المائة السابقة فإن ذلك يقتضى أن يبيع هذه الوحدات بسعر ٤٩ جم للوحدة.

٣- وعلى النقيض من ذلك فإن بوسع المستثمر ان يبيع ما يصل الى ٥٠٠ وحدة بسعر طلبات الشراء ٥٠ جم لوحدة فى أى من السوقين غير المحدودين ٣، ٤. Broad markets

٤- فى السوقين الضحلين ١ ، ٣ وهى Shallow markets فلن يتوفر ثمة طلبات

شراء بسعر أدنى من ٤٩ جم للوحدة.

٥- بينما فى الأسواق ذات العمق Deep markets سوف تكون هناك أوامر تدنو فيها الأسعار المصاحبة لطلبات الشراء الى ٤٦ جم.

٦- فى الأسواق الأربعة فان الأوامر ذات الأحجام الكبيرة يمكن تنفيذها بأسعار أدنى دائما. ومع هذا فان العلاقة بين حجم البيع والسعر الذى يمكن به تنفيذ الأمر تختلف من سوق لآخر.

٧- السوق ذات العمق والسعة أو غير المحدودة Deep and broad (سوق ٤) هو أفضل الأسواق، إذ بوسع المستثمر أن يبيع ٥٠٠ وحدة بسعر طلب شراء ٥٠ جم للوحدة وكذا ٣٦٠٠ وحدة إضافية باسعار منخفضة تصل إلى ٤٦ جم للوحدة.

٨- السوق رقم (١) والذى يتصف بكونه ضيقا وضحلا Thin and shallow هو أسوأ الأسواق.

٩- السوق رقم (٢) والذى يتصف بكونه ضيقا إلا أنه ذو عمق فانه يستوعب ١٢٠٠ وحدة من المبيعات، ولكن شريطة أن تكون الوحدات الأخيرة وهى ٣٠٠ وحدة بسعر ٤٦ جم للوحدة.

١٠- بمقارنة السوق رقم ٢ بالسوق رقم ٣ أى بمقارنة السوق التى توصف بكونها ضيقة ولكن ذات عمق بسوق واسعة ولكنها ضحلة يبين أن بوسع المستثمر أن يبيع ١٢٠٠ وحدة بسرعة وسهولة فى السوق الأولى (٢) بينما يصبح فى إمكانه أن يبيع فقط ١٠٠٠ وحدة فى السوق رقم (٣) ولكن بمتوسط سعر أفضل من السوق رقم ٢.

فاذا تساءلنا أى السوقين افضل؟.. أسواق ضيقة ولكنها ذات عمق أفضل أم أسواق واسعة ولكنها ضحلة... والإجابة على ذلك أن الأمر يتوقف على حجم أوامر البيع التى يتم تنفيذها.

ونخلص مما تقدم

١- أن أفضل الأسواق على الإطلاق الواسعة ذات العمق Broad and deep markets

٢- وأن أسوا الأسواق هى الأسواق الضيقة الضحلةThin and shallow markets.

٣- وأن عمق السوق وسعته ليسا شيئاً واحداً.

٤- أنه لا وجه للمقارنة بين سوق واسعة وإن كانت ضحلة وسوق ضيقة وان كانت ذا عمق.

مرونة السوق Resiliency of a market

يعتبر السوق مرناً resilient فيما لو تدفقت الأوامر على السوق استجابة لتغيرات الأسعار الناتجة عن اختلال عابر وغير دائم Temporary umbalance لأوامر البيع والشراء.

ووجوب علم المستثمرين بتغيرات الأسعار شرط مسبق لتحقق مرونة السوق وكذلك فان انتشار المعلومات بين المستثمرين على وجه السرعة يعد امراً بالغ الأهمية للحفاظ على مرونة السوق.

وإذا كنا قد تناولنا أوجه الاختلاف بين سوق وأخرى باستخدام المنهج الوصفى فى تناول مقاييس أداء السوق، فان ثمة أمور أخرى تتساوى فيها هذه المقاييس، فتصبح السوق أكثر سعة أو أكثر عمقاً أو أكثر مرونة كلما كان لدى المستثمرين المقدرة على التعرف على الأسعار والتجاوب معها والتعامل عليها وفقا لما تقتضيه مصلحتهم، وكلما زادت سرعة الاتصالات كلما كانت السوق أكثر تكاملاً.

وأعلى مراتب الأسواق عند علماء التمويل والاستثمار هى السوق الكاملة، وقد يكون من المناسب أن نتصدى هنا لمفهوم السوق الكاملة عند الاقتصاديين ومفهوم السوق الكاملة عند علماء الاستثمار والتمويل.

السوق الكاملة Perfect market

يصف الاقتصاديون السوق بانها كاملة إذا كان جميع من ينتظر منهم البيع والشراء على علم مستمر بالأسعار التى تعقد بها الصفقات وعلي علم بما يعرضه البائعون وما يطلبه المشترون، وحينما يكون هناك سعر واحد فى كافة انحاء السوق ودون تكبد المتعاملين أية تكاليف(١).

ووجه الشبه كبير فى هذا الصدد بين الأسواق السلعية وأسواق الأوراق المالية وإن كانا غير متماثلين من جميع الوجوه.

واذ يرى بعض علماء التمويل والاستثمار أن سوق الأوراق المالية تعتبر سوقاً كاملة اذا ما كان باستطاعة كل مستثمر فى جميع الأوقات أن يعرف أفضل الأسعار التى يستطيع أن ينجز بها عمليات البيع والشراء. بينما يرى البعض الآخر أن عدة شروط ينبغى تحققها حتى يمكن إسباغ صفة السوق الكاملة على سوق الأوراق المالية وهذه الشروط هى:-

١- عدم تحمل البائعين أو المشترين لأية تكاليف مقابل انتقال حقوق الملكية متمثلة فى الأوراق المالية محل التعامل - من البائعين الى المشترين.

٢- أن تكون المعلومات الخاصة بالأرباح المستقبلية وكذا مخاطر الأوراق المالية محل التعامل متاحة لجميع المتعاملين فى السوق وبلا مقابل.

٣- ألا يكون بوسع أى من المستثمرين من المشترين أو البائعين التأثير على أسعار الأوراق المالية محل التداول.

٤- إمكان تجزئة الأوراق المالية الى أجزاء صغيرة إذا اقتضى الأمر ذلك حيث يتعذر عملاً تسييل الأوراق ذات الفئات الكبيرة، وتعتبر حينئذ من معوقات السوق.

ولكن من المعلوم أن عدم وجود أية تكاليف على نقل الملكية فى السوق الثانوية أو

---

(١) د. أحمد ابو اسماعيل - أصول علم الاقتصاد ط ٧٦ ص ٣٤٥.

على الاصدار الجديد فى السوق الأولية يعد من قبيل الافتراضات التى لا وجود لها فى الواقع. ذلك أن جميع الأسواق القائمة فى أرجاء المعمورة تشويها النقائص Imperfections إذ يتقاضى السماسرة عمولات أو أتعاب Commissions or fees على عمليات البيع والشراء، كما تفرض بنوك الاستثمار تكاليف إصدار Floating costs على الأوراق المالية المصدرة حديثا.

ولذلك يرى علماء الاستثمار أنه سواء كانت السوق كاملة أم مشوبة بالنقائص فإنه يمكن الاصطلاح على تسميتها Efficient Markets أى الاسواق ذات الكفاءة[1].

الأسواق ذات الكفاءة Efficeient Markets

هى تلك الأسواق التى تنعكس من خلالها كافة المعلومات وكافة القرارات الادارية على أسعار الأوراق المالية إيجاباً وسلباً أى صعوداً وهبوطاً فيكون ارتفاعها ثواباً وانخفاضها عقاباً جزاءً وفاقاً وذلك فور تلقى السوق لهذه القرارات

(١) درج الكتاب والمتخصصون وغير المتخصصين على إستخدام لفظ الكفاءة على أساس أنها تقابل الكلمة الانجليزية Efficiency وعلى حين تعنى كلمة Efficient فى المعاجم الأجنبية حسن الاداء (Do his work well) فإن كلمة الكفاءة فى اللغة العربية تعنى شيئا آخر، فيقصد بها التماثل والسوية فيقال هذا الرجل كفء لهذه المرأة ويقال الكفاءة فى الزواج من الدين وفى كتاب الله العزيز «ولم يكن له كفوا أحد» أى لا نظير له ولا مثيل.

وفى الحديث النبوى «المسلمون تتكافأ دماؤهم «فى الفيزياء والهندسة تستخدم كلمة الكفاءة للاشارة الى نسبة العمل المفيد الذى تنتجه الآلة أو العامل الى الطاقة المبذولة فيه اى كوسيلة لقياس الجهد أو الطاقة المبذولة الى ناتج الجهد Economic Business & Finance - نبية غطاس.

ولذلك فانه لاوجه للمقارنة بين اللفظ بمعنى التماثل عند التنظير فى اللغة العربية ومعنى حسن الأداء فى اللغة الانجليزية.

واذا كانت كلمة كفء صفة والجمع أكفاء، فهل يجوز أن نصف الأسواق بأنها أكفاء وبالرجوع الى لسان العرب لم نجد للفظ المستخدم أصلا، وما كان ليجوز استخدامه لولا أن أجازه المعجم الوسيط (تخريج مجمع اللغة العربية) والذى أشار الى أن مولده (مو) بالمعنى الدارج حاليا يرجع الى ما بعد عصر التدوين وهذه دعوة منا لاعادة النظر فى المصطلحات التى لا تتفق وصحيح اللغة.

أو تطايرها اليه فور صدورها(١).

ويرى بعض الكتاب ان مسألة كفاءة الأسواق يجب أن تكون دائماً موضع إهتمام بهدف زيادتها وأن هناك ثلاثة معايير لقياس هذه الكفاءة(٢).

١- الكفاءة التبادلية Transactin Efficiency

٢- الكفاءة التشغيليه Operational Efficiency

٣- الكفاءة الهيكلية Structural Efficiency

أما الكفاءة التبادلية فتتصل بتكاليف التبادل وهى عمولات السماسرة والعلاقة بين الكفاءة وهذه التكاليف علاقة عكسية فكلما انخفضت هذه التكاليف كلما ارتفعت الكفاءة التبادلية للسوق والعكس صحيح.

وأما الكفاءة التشغيلية فيقصد بها الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء "The Bid ask spread"- والعلاقة ايضا بينهما عكسية فتنخفض الكفاءة التشغيلية بزيادة الفرق بين سعر البيع والشراء وترتفع بانخفاض الفرق بينهما.

الكفاءة الهيكلية: -

ويقصد بها عدد المشاركين فى السوق Participants أو المتعاملين فيه Transactors فإذا زاد عددهم بحيث لا يكون بوسع أحدهم التاثير على الأسعار فى السوق كان ذلك دليلاً على تفاعل قوى العرض والطلب فى سوق تسودة المنافسة وتتحقق من خلاله أفضل فرص البيع والشراء، وزادت درجة الكفاءة الهيكلية للسوق.

وليس معنى ذلك أن الاسواق التى تتصف بالكفاءة على درجة واحدة. فقد قسم

---

(1) Efficient Markets mean that quick penalities and rewards in the form of share prices changes resulting from mangerial decisions in a firm once the information flows into the market (Archer choate - Financial Management op. cit. P.110.

(٢) د. أمال التيجانى - ندوة الاستثمار ومعوقاته - اتحاد البورصات - الدار البيضاء ديسمبر ٨٦ ص ٢٧٠.

علماء الاستثمار درجات الكفاءة على أساس افتراضى الى ثلاثة تقسيمات فيما يعرف بـ.Forms of Efficient Market Hypothesis

١ - أسواق ضعيفة الكفاءة **Weak form efficiency**

ووفقاً لهذ الافتراض فإن الأسعار السائدة فى لحظة معينة فى السوق تعكس كل ما يمكن معرفته عن الأسعار الماضية للورقة المالية وحجم تبادلها.

٢ - أسواق متوسطة الكفاءة **Semi - Strong form**

ووفقاً لهذ الافتراض الأسعار تعكس بكفاءة كافة البيانات المعلنة عن الشركة المعنية مثل الأرباح التى وزعت أو تقرر توزيعها على المساهمين، وحجم الارباح المحققة، وغير ذلك من البيانات المنشورة المؤثرة على الأسعار والتى تتضمنها الميزانيات والتقارير المالية المصاحبة لها.

وتعرف تغيرات الأسعار فى هذه الحالة عند علماء الاستثمار بـThe adjustment of stock prices to new inofrmation

أسواق عالية الكفاءة **Strong form efficiency**

وأساس هذا الافتراض أن الأسعار الحالية للأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات والبيانات المنشورة المتاحة للمستثمرين Publicly announced information وإنما كل ما يمكن أن يكون معلوماً عن الشركة. وتعتبر السوق عالية الكفاءة إذا كان العائد المتوقع يتساوى مع سعر العائد الخالى من المخاطرة مضافاً إليه نسبة تمثل علاوة المخاطرة والتى تختلف من مشروع لآخر باختلاف الهيكل التمويلى للمنشأة، ومدى توسعها فى استخدام الرافعة المالية والذى قد يترتب عليه اعسار الشركة فنياً أو مالياً ونسبة أخرى تمثل المخاطرة الاقتصادية والتى تختلف باختلاف نوعية النشاط الذى تمارسه المنشآت وكذا الظروف الاقتصادية العامة للبلاد وبمعنى آخر فإن السوق تعتبر على درجة عالية من

الكفاءة إذا كانت القيمة السوقية لأية ورقة مالية تعبر عن قيمتها الذاتية(١).

والقيمة الذاتية للسهم"Intrinsic value"مرادفة لقيمته الحقيقة "Actual value"وليست القيمة الحقيقية مرادفاً للقيمة الدفترية "Book value"وليست حتماً موافقة او مخالفة للقيمة Market value أو ما يسمى أيضا Market price فاذا ما كان يجرى التعامل فى أحد الأسواق على الأوراق المالية بأسعار مماثلة أو قريبة من قيمتها فإن ذلك دليل على أن هذه السوق تتمتع بدرجة عالية من الكفاءة، إلا أن ذلك يعنى من ناحية أخرى أنه لن تكون هناك فرصة للمتاجرة او المضاربة «بمفهومها الغربى» Speculation والتى تقوم عليها الأسواق ذات السمعة والصيت العالمى، والتى بغيرها أيضا ما أصبح لهذه الأسواق هذه الأهمية التى تحظى بها الآن، ولا شك أن المستثمر الذى يرغب فى شراء ورقة مالية معينة إنما يتطلع الى معرفة قيمتها الحقيقية، ويقتضى ذلك وقوف المستثمر على البيانات والمعلومات الآتية:

١- العائد المطلوب تحقيقه من جانب المساهم Required Rate of Return

أ - العائد الخالى من المخاطرة Risk free rate of return «كفوائد السندات الحكومية»

ب - علاوة المخاطرة Risk Premium

٢- العائد الموزع فى نهاية آخر سنة مالية The Dividend

٣- متوسط معدل نمو الأرباح خلال السنوات الخمس الماضية «أومادون ذلك»
Average rate of growth

وبإفتراض أن القيمة السوقية لإحدى أوراق الشركات اليوم هى عشرون جنيها

وأن نسبة العائد الخالى من المخاطر ٩٪

وأن علاوة المخاطرة المقدرة للشركة ٧٪

---

(١) د. أمال التيجانى-ندوة أهمية المعلومات والافصاح عنها فى البورصات العربية وقد إستعانت الباحثة فى هذه الدراسة بـ Eugene F.Fama Efficient Capital Markets. The Journal of Finance.May 70.

«مخاطرة مالية + مخاطرة اقتصادية»

وأن متوسط نسبة النمو خلال السنوات الخمس الماضية ٥٪

وأن العائد الذى قامت الشركة بتوزيعة هذا العام هو ١ر٠٩٠ جم

فانه بوسعنا التوصل إلى القيمة الذاتية «الحقيقية» للسهم باستخدام المعادلة الآتية:

القيمة السوقية اليوم

$$Po = \frac{\text{العائد الموزع (١ + نسبة النمو)}}{\text{العائد المطلوب تحقيقه – نسبة النمو}}$$

$$= \frac{١,٠٩٠ \; (١ + ٠٥ر٠)}{١٦ر - ٠٥ر} = ١٨,١٨ \text{ جم}$$

يبين من المعادلة المتقدمة أن القيمة السوقية تزيد بنسبة ١١٪ تقريبا عن القيمة الحقيقية. الا أنه من الانصاف أيضا أن نضيف أنه من غير المتصور توافق القيمتين دائماً لأن الأسعار تتغير فى هذه الاسواق من لحظة لأخرى خضوعا لظروف العرض، والطلب، فضلا عن حقيقة أخرى مفادها اختلاف توقعات المستثمرين، وأنه نادراً ما تتفق الآراء حول تحديد او تقدير درجة المخاطرة[1].

(1) Often the market for a stock behaves contrary to what the fundamental economic conditions suggest. The economic position of a company and the national economy might be strong and yet the stock market might drop in price. The market as a whole acts independently of the realities of the business and economic world refferd to as fundemantals.

ويرى نفس الكاتب ان المستثمرين والمحترفين لا ينبغى اغفالهم لاتجاهات السوق

"Investors or traders should not become blinded to the economic realities of the trend of the stock market."

The fundmental factors may be weak and yet the market sttructure may be holding up with unexpected strength even against bad current news (Charles Amos Dice stock market. op cit p. 259).

ميكانيزم السوق وحركة الأسعار في أسواق الأوراق المالية:

يثور التساؤل دائماً عن سر صعود وهبوط أسعار الأوراق المالية فى البورصات المحلية والعالمية من يوم لآخر، بل ومن لحظة لأخرى رغم عدم تغير الظروف الاقتصادية أو المراكز المالية للشركات التى يجرى التعامل على أسهمها فى أسواق الأوراق المالية. فاذا ما تم التغاضى عن التقلبات اليومية Fluctuations والتى لا نجد لها أيضاً سنداً علمياً - على أساس أنها تغيرات طفيفة أو محدودة يعزوها البعض إلى تغير ظروف العرض والطلب، ولذا فإن موجات الصعود والهبوط التى تجتاح هذه الأسواق من شأنها بقاء السؤال مطروحاً على بساط البحث يبحث عن إجابة شافية.

إن سوق الأوراق المالية فى مجموعها قد لا تتسم فى أدائها بالرشد Rationality قياسا على الشروط المتعارف عليها عند الأصوليين، بل ومن الثابت أن السوق غالبا ما تسلك مسكاً مغايراً للظروف الاقتصادية والأصول العلمية[1] وتفصيل ذلك أن المركز المالى للمنشأة قد يكون قوياً والوضع الاقتصادى للبلاد أكثر قوة، والسوق مع هذا فى اتجاه نزولى، وعلى النقيض من ذلك فان المركز المالى للمنشاة قد يكون ضعيفاً، ووضع الاقتصاد القومى أكثر ضعفاً ، والسوق فى مجموعه مع ذلك قوياً. ويجيب على هذا التساؤل بعض الكتاب الغربيين بقولهم ان السوق قد يكون ضعيفاً وتتجه فيه الأسعار اتجاهاً نزولياً لا يتفق والقواعد الأصولية Fundamentals كالربحية والسيولة والكفاءة فى استخدام الأصول، وسلامة المركز المالى، ومقدرة الادارة، واحتمالات المستقبل، لأن أسباب الصعود والهبوط ليست مما يتعلق بالقواعد والأصول وانما بمركز السوق من الناحية الفنية، ويؤكد هذا الفريق من الكتاب أنه حتى مع ضعف العوامل الخارجية» وهى تلك المتعلقة

---

(١) ويرى نفس الكاتب أن المستثمرين والمحترفين لا ينبغى اغفالهم لاتجاهات السوق.

"Investors or traders should not become blinded to the economic realities of the trend of the stock market."

(Imvestments- Fredick Amlig p 526)

بتحليل الاستثمار» فان هيكل السوق كثيراً ما يكون متماسكا بقوة غير متوقعة حتى مع ورود أخبار سيئة[1] والأمر على هذا النحو يثير الدهشة لأن مؤداه انفصام العلاقة تماماً بين الأصول المادية المملوكة للمشروع والتى تمثل أصل الثروة والأصول المالية التى تباع وتشترى فى أسواق الأوراق المالية وتمثل حقوقا على هذه الثروة. وتعتبر السوق فى هذه الحالة مستقلة تماما، ومنعزلة عن الواقع، وهو استقلال معيب.

ويبرر هذا الفريق من الكتاب الاستقلال بأنه يرجع الى قوة السوق من الناحية الفنية فيما يسمونه فى الأسواق العالمية"Tehnical position of the market" ويضيفون أن السوق قد تكون قوية من الناحية الأصولية، ضعيفة من الناحية الفنية أو تكون على النقيض من ذلك ضعيفة من الناحية الأصولية. قوية من الناحية الفنية.

أما عن الأسباب التى تؤدى الى قوة السوق من الناحية الفنية فيرجعون ذلك الى سببين رئيسيين.

السبب الأول: هيمنة بعض البيوع على السوق فيما يسمونه Short sale أى البيع على المكشوف، وتتبدد الدهشة لتنقلب الى ذهول باعلان الممارسين فى هذه الأسواق والكتاب الامريكيين ان ما بين ٦٦٪ الى ٧٥٪ من المعاملات فى السوق بيع على المكشوف[2] ويكون البيع على المكشوف اذا باع الشخص ما ليس عنده وبتعبير آخر اذا كانت الأوراق المباعة لا يملكها بائعها او ليس بوسعه تسليمها. والبائع على المكشوف يقترض من أحد مكاتب السمسرة الأوراق التى تعاقد عليها

---

(1) The fundmental factors may be weak and yet the market structure may be holding up with unexpected strength even against bad current mews (Charles Amos Dice stock market. op cit p. 259).

(2) The manager of a western house told the authors that from two thirds to three-fourths of his current business was on the short sale of the market. The subsequent action of the market proved that his estimate of his own accounts was representitive of the market as a whole. (IBid p. 265).

وليست فى حيازته على أمل ان تنخفض الأسعار، وفى حالة انخفاض السعر يقوم المضارب فى هذه الحالة بشراء الأوراق التى سبق له بيعها ويعيدها الى صاحبها. اما اذا تعذر اقتراض هذه الاوراق فيقال إن السوق من الناحية الفنية over - sold ونقل الينا هؤلاء الكتاب صورة حقيقية لاحدى المارسات فى السوق الغربية والتى تصور تأثير هذه البيوع على السوق وتؤدى الى قوته فنيا وترسم فى ذات الوقت صورة لميكانزم السوق فى التعامل على المكشوف.

إحدى الشركات كانت تمتلك ١٩٣ ألف سهم - ولقد كان من السهل على المضاربين على الهبوط "Bears" ان يبيعوا من أسهم هذه الشركة أكثر مما كان متاحا لهم تسليمه - كما كان من السهل - على الجانب الاخر - للمضاربين على الصعود "Bulls"ان يشتروا كل ما يمكن تسليمه لهم.

اقترض المضاربون على الهبوط "Shorts"من المضاربين على الصعود "Longs"وسلموا الاوراق للمشترين الجدد الذين قاموا بدورهم بإقراض هذه الأوراق.

وترتب على ذلك أن باع المضاربون من الاسهم اكثر مما هو موجود، واضطروا تبعا لذلك للشراء بأى ثمن من المضاربين على الصعود الذين آن لهم ان يستردوا أوراقهم. فى هذه الحالة كان السوق Over - sold ومركز السوق قويا جداً.
The technical position of the stock was very strong.

أما السبب الثانى فهو المناورات التى تتم فى السوق لرفع سعر ورقة معينة مما يؤدى الى قوة السوق من الناحية الفنية وتفصيل ذلك أن جماعات المضاربة على الصعود يتم تكوينها لشراء اكبر كم ممكن من اسهم احدى الشركات، وتقوم بعدها بالمناورة لجذب أنظار جمهور المتعاملين والذى يعقبة عادة شراء هذه الاوراق بأسعار مرتفعة من أيدى المضاربين(١).

---

(1) Manipulation of the market of a given stock for a rise in price creates a strong postion market in that stock (Charles Amos Dice op. cit. p. 261).

ويمكن تلخيص نظرية الفنيين فيما يلى:

١- أن القيمة السوقية تتحدد من خلال خلال تفاعل قوى العرض والطلب فقط.

٢- أن العرض والطلب يحكمهما العديد من العوامل بعضها يتسم بالرشد Rational والبعض الآخر يفتقده irrational ومن بين هذه العوامل ما يقرره الأصوليون، ومن أمثلة هذه العوامل الأداء والأمزجة والطباع، والحدس والتخمين والضرورات الملحة، ويقوم السوق بوظيفته الترجيحية بين شتى العوامل بصفة دائمة وبطريقة آلية.

٣- اذا ما تم التغاضى عن التقلبات المحدودة فى السوق، فان الأسعار تميل الى التحرك فى الاتجاه الذى يستمر فترة طويلة من الزمن(١).

٤- أن التغيرات في الاتجاه انما تترتب على التغيرات في العلاقات بين العرض والطلب، أما عن اسباب هذه التغيرات فهو ما يمكن استنباطة عاجلاً من خلال سلوك السوق نفسه.

٥- والافتراض الأساسى الذى تقوم عليه النظرية أن التاريخ يميل دائماً الى أن يعيد نفسه وأن السعر في الماضي ينبئ عن سلوك السعر مستقبلا.

(٦) يفترض الفنيون فى الأسواق أن السوق لها حياتها الخاصة مستقلة عن قواعد وأصول تحليل الاستثمار(٢).

هذا عن نظرية الفنيين وهناك نظرية أخرى سبق الاشارة اليها وهى على النقيض من النظرية السابقة:

---

(1) Fredrick Amling op cit p. 548

(2) The stock market technician assumes that the stock market has a life of its own, independent of the fundamental attributes of investment value possessed by individual companies that constitute the market, fredrick Amling op. cit. p. 548.

نظرية الأصوليين Fundamentalists theory

(١) قيمة السهم عند الأصوليين تتحدد وفقاً لقيمته الذاتية والقيمة الذاتية Intrinsic Value هى ما يعبر عنه دائما بالقيمة الحقيقية.

(٢) القيمة الحقيقية تتحدد بقدرة المشروع على تحقيق الأرباح Earning power وخاصة الأرباح المستقبلية Future earnings والأسعار فى المستقبل تدور حول الربحية والقيم الحقيقية.

واذا كنا قد اجتهدنا فى تفسير الظاهرة السوقية وأسباب تغير الأسعار من لحظة لأخرى وكان عمدتنا فى هذا الصدد ما استخلصناه مما كتبه مشاهير الكتاب الغربيين فقد رأينا الا يفوتنا عرض الرأى الذى تناوله أحدث مؤلف فى الاستثمار يتناول ميكانيزم السوق وتحديدها الأسعار تحت عنوان The market mecanism that determines stock prices وتخلص هذه الرؤية فى الاتى:

لابد أن تتحقق ثلاثة شروط حتى تقوم ميكانيزم السوق بدورها ويتحقق وجودها

The market mecanism can be caracterised by three conditions

(١) أن تكون المعلومات المالية متاحة وبتكلفة صفرية[1].

Financial information is freely available

(٢) ألا يكون بوسع أحد المستثمرين أو المتعاقدين فى السوق السيطرة على حركات الأسعار أو جعلها عرضة للتلاعب والمناورة.

Secuities prices are not controlled or manipulated

---

(١) أما من حيث اتاحة المعلومات مجانا، فان أنباء الاقتصاد والأعمال يتم استخلاصها بطريقة عشوائية، وتتنافس المراكز المتخصصة فى بث الأنباء ونشر المعلومات ودفعها إلى الصحافة وتبذل غاية جهدها لنشرها قبل غيرها، وفور انطلاق هذه الأنباء وتطايرها من خلال الصحف المالية والتى تباع فى كل أنحاء العالم، والمكتبات العامة تصبح الكتب التى تنشرها المراكز المالية المختلفة واعلانات الراديو والتليفزيون متاحة للمساهمين، وليس هناك ثمة تلكأ (Lag) فى نشر هذه الأنباء وتلك المعلومات على الفور. أما أن تكون بتكلفة صفرية فهذا الأمر مازال بعيداً عن الواقع.

(٣) ان يسود السوق ما يقرب من التوازن الدائم

Something approaching a cotinuous equilibrium prevails

وبالنسبة للشرط الأول وهو اتاحة المعلومات بتكلفة صفرية، ففور تلقى المستثمرين لهذه الأنباء فسوف يتفاعلون معها. البعض سوف يبالغ فى قيمتها والبعض الآخر سيقلل من شأنها الا أن هذه المعلومات تنعكس فى النهاية على اتجاهات الأسعار.

أما من حيث عدم خضوع الأوراق المالية لسيطرة أو هيمنة المتعاملين فى السوق، فان معظم المضاربين (traders) فى الأوراق المالية ليست لديهم القدرة الكافية للتأثير على الأسعار تأثيرا محسوساً. أما المؤسسات القليلة ذات الحجم الكبير والتى لديها الامكانيات والقدرة على التأثير فى أسعار الأوراق المتعامل عليها فى السوق فانها تمنع أو يمتنع عليها ذلك بمقتضى بعض القوانين كالقانون (الأمريكى) والذى يمنع التلاعب أو التأثير فى الأسعار (على الرغم أنها تفعل ذلك أحيانا وتتسبب فى تغيير المسار السعرى الا أن تأثيرها وقتيا). وهذا ما يتعلق بالشرط الثانى.

أما فيما يتعلق بالشرط الثالث وهو أكثر الشروط حساسية وأهمية وهو أن يسود السوق ما يقرب من التوازن الدائم. فانه اذا قامت السوق بدورها كاملا فسوف تكون فى حالة ما يسمى بالتوازن المستمر Continuous equilibrium وهذا التوازن ليس توازنا ساكناً Static equilibrium لأنه يتغير تغيراً مستمراً فكلما تطايرت أنباء جديدة تغيرت القيم الذاتية للأوراق المالية واتجهت القيم السوقية فى مسار جديد تفاعلا من المعلومات التى يتلقفها المستثمرون. ولهذا يقول «بول ساميلسون» Paul Samuelson الحائز على جائزة نوبل والذى طور مفهوم التوازن المستمر «ان هذا التوازن يوجد عندما يتذبذب سعر السوق وقيمة الورقة سوياً وعشوائياً بطريقة ما بحيث تتساوى القيمتان بعد مرور بعض الوقت. والذى

يحدد مدى كفاءة السوق هو السرعة التى تتجة معها القيمة السوقية نحو القيمة الذاتية. والسوق كامل الكفاءة يكون فى حالة توازن مستمر، بمعنى أن القيم السوقية تكون فى حالة تساوى مع القيمة الذاتية فى جميع الأوقات».

فاذا ما وجد ثمة اختلال Disequilibrium ولو كان ذا طبيعة وقتية كانت السوق فى درجة أقل من السوق كاملة الكفاءة وسوف تختلف الأسعار عن القيم الذاتية. ولما كانت أسواق الأوراق المالية ليست فى حالة توازن مستمر فإن ميكانيزم السوق على الوجه المتقدم هى نموذج اقتصادى فى مقابلة النموذج الذى يعتمد على التحليل الفنى.

Securities markets are not in continuous equilibirium. However, The market mecanism described above is an economic model against which the model that appears to underlie technical analysis(1)

وعلى الرغم من الاختلافات بين المحللين الفنيين والمحليين الأصوليين فان ثمة مشكلة قائمة فعلاً، وهى أنه من المستحيل أن تحدد بدقة القيمة الذاتية لأحد الأسهم العادية بسبب تطوير الأصوليين المستمر لنماذج استخراج القيم الذاتية للأوراق المالية. ومن هنا فليس هناك تقدير للقيم الذاتية ليكون موضع اتفاق للمقارنة بأسعار السوق.

There is no generally accepted and observable intrinsic value estimate to compare with the stocks market price.

والمحللون الفنيون يصرحون أن أسعار الأسهم لا تتقلب بطريقة عشوائية:

Technical analysts claim that stock prices do not fluctuate in this random manner.

---

(1) Jack clark Francis, Managemat of investment P. 604 - 910. Second ed. Mc. Graw - Hill International Editions.

ويبين من هذا العرض وجه الخلاف بين الأصوليين والفنيين، وقد سبق لنا أن تناولنا وجهة نظر الفنيين ونظريتهم بشيء من التمحيص بما يغنينا عن التكرار في هذه المسألة.

واذا كنا قد انتهينا فيما تقدم إلى أن هناك دائما قيمة حقيقية Actual value أو ذاتية Intrinsic Value للورقة المالية، وأن حركة الأسعار في الأسواق على اختلاف درجة كفاءتها تدور مع هذه القيمة صعوداً وهبوطاً ونادراً ما تلتقي معها، وأن السوق في مجموعها قد لا تتسم في أدائها بالرشد rationality قياساً على الشروط المتعارف عليها عند الأصوليين، فالسوق غالبا ما تسلك مسلكاً مغايراً للظروف المالية للمنشآت، والإقتصادية للبلاد. وفسر ذلك من جانب الفنيين بالأسواق أن الأمر يتعلق بمركز السوق من الناحية الفنية وأن الأساسيات المعتبرة عند الأصوليين لا يتم إغفالها تماما، إلا أن نظرية المسار العشوائي وهي احدى النظريات التي تعالج إتجاهات الأسعار تقدم تفسيراً لحركة السوق يرفضه كثير من الكتاب الغربيين ولكننا نتقبله بقبول حسن.

نظرية المسار العشوائي : (١)

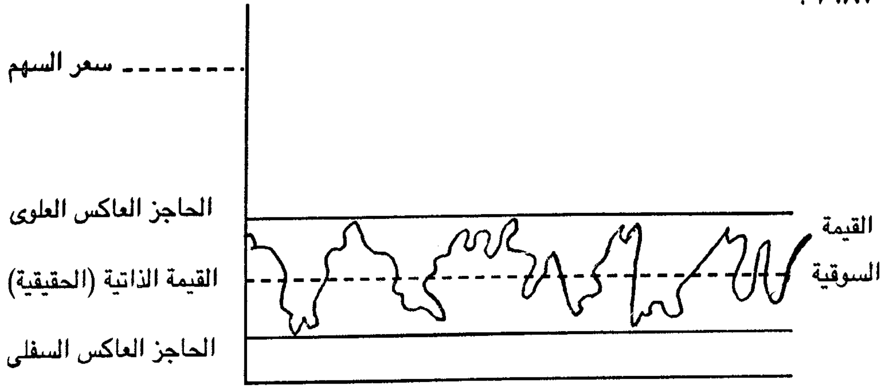
Random walk Theory

تدور هذه النظرية والتي تعزى للاقتصادي الغربي كوتنر حول تفاعل القيمة الحقيقية والقيمة السوقية، وتصور تقلب الأسعار في مسار عشوائي حول القيمة الذاتية وتكشف النظرية في براعة عن الحواجز العاكسة Reflecting Barriers من أعلى ومن أسفل. وهذه الحواجز تحول دون تجاوز الأسعار لحد أعلى أو أدنى بفعل آليات السوق ما لم يكن هذا التجاوز نتيجة لانهيار الأسواق حيث تتدفق الأوامر في هيئة سيل عارم لا سبيل لهذه الحواجز إلى إيقافه كما حدث في أزمة

---

(١) بحث د. سيف الدين ابراهيم تاج الدين. الاستثمار وسوق الأوراق المالية من منظور اسلامي – الأمانة العامة لجامعة الدول العربية – الادارة العامة للشئون الاقتصادية.

كساد ١٩٢٩ وكذلك أحداث الانهيار التى شهدتها الأسواق العالمية فى أكتوبر ١٩٨٧.



ووفقا لهذه النظرية فان مرد تلك التقلبات والذبذبات فى أسعار الأوراق المالية هو السلوك الذى لا يتسم بالرشد من جانب غالبية المستثمرين، بينما يؤدى تدخل المحترفين إلى وضع الحواجز العاكسة سالفة الذكر والتى تحول دون ابتعاد السعر كثيراً عن القيمة الحقيقية للأوراق المالية، وسوف نعرض فيما بعد لدور هولاء المحترفين فى السوق واستعدادهم دائما للبيع والشراء كلما أتيحت لهم فرصة الحصول على هامش ضيق من الأرباح يمثل الفرق بين سعر البيع والشراء.

وقد توسع بروفيسور ساميلسون - الإقتصادى الأمريكى المشهور فى نظرية المسار العشوائى فادخل مفهوماً جديداً على نظرية كوتنر هو التقلب الكفء Effi-cient Fluctutation لأسعار الأسهم(١) ومضمون نظرية ساميلسون أن القيمة الاقتصادية للسهم ليست قيمة مستقرة كما نجدها فى نظرية كوتنر وإنما هى قيمة متقلبة. فتتغير بتغير الظروف الانتاجية للشركات، ولذلك فان شروط الكفاءة عنده لسوق الأوراق المالية شرط ديناميكىDynamic وليس شرطا ستاتيكياً Statis سالباً أو مستقراً. وهو ما يعنى أن سوق الأوراق المالية الكفؤ هو الذى تتقلب فيه الأسعار وتتذبذب لتتطابق فى جميع الأوقات مع القيم الاقتصادية فى

---

(١) تم الاعتماد بصفة أساسية فى دراسة المسار العشوائى على البحث السابق للدكتور سيف الدين ابراهيم تاج الدين.

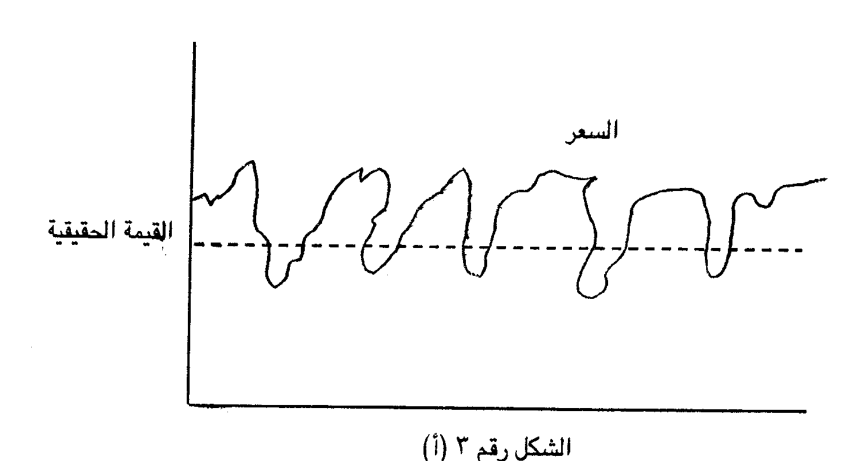
تغيرها وتقلبها.

وليس من شك أن هذه الاضافة من جانب البروفيسور ساميلسون تزيد من تعقد المشكلة وتضيف عبئاً جديداً على المحترفين لكى يحسنوا متابعة وتقويم الأنباء الاقتصادية المتغيرة والمتجددة.

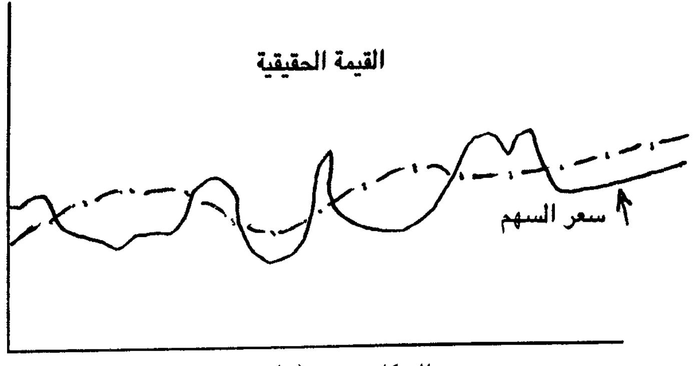
وليس من المتصور أن يكون بمقدور كل المحترفين غربلة المعلومات والتثبت منها وقد يسيئون التقدير مبالغة منهم أو توهماً.

ولا شك أن إصابة الهدف المتحرك تحركاً عشوائياً أصعب بكثير من إصابة الهدف الساكن أو المتحرك تحركاً منضبطاً.

وذلك يعنى أن درجة التبعثر العشوائى حول النقاط المتغيرة عشوائياً ستكون أكبر بكثير من درجته حول النقاط الساكنة أو المتغيره تغيراً منتظماً وهو ما يبين من الأشكال التالية: -

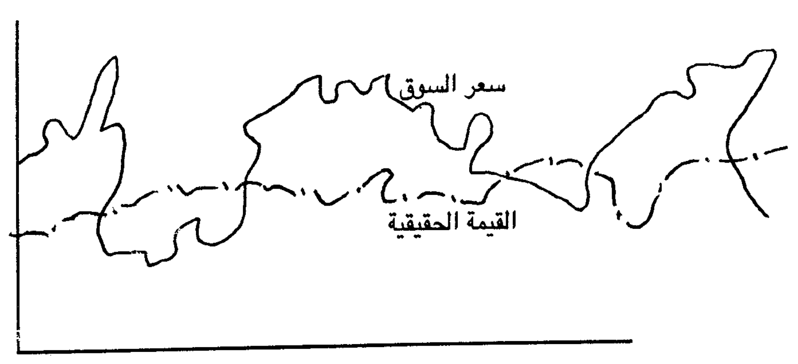


الشكل رقم ٣ (أ)
تقلب عشوائى حول قيمة ساكنة



الشكل رقم ٣ (ب)

تقلب عشوائى حول قيمة متغيرة تغيرا منتظماً بسبب موسمية الإنتاج



الشكل رقم ٣ (ج)

تقلب عشوائى حول قيمة متغيرة عشوائياً

ونظرية التقلب الكفؤ التى أخذ بها ساميلسون هى التى مثلنا لها بالشكل (ج) حيث تتغير القيمة الاقتصادية للسهم تغيراً عشوائياً بينما تتغير أسعار السوق الفعلية بصورة أكثر عشوائية حول هذه القيم. ويمكن إعتبار هذه الظاهرة نتاج الإنتقال المستمر للحواجز العاكسة (العليا والسفلى) بطريقة عشوائية، ولذلك تعتبر هذه النظرية إمتدادا لنظرية كوتنر، أما الحالة الثانية التى مثلنا لها بالشكل (ب) فهى حالة خاصة تم ادخالها لنشير بها إلى تقلب القيم الاقتصادية الناتجة بسبب عوامل متكررة وبصورة منتظمة بحيث يمكن التنبؤ بها مثل التقلبات الموسمية لبعض أنواع الانتاج خلال العام.

ولكن النمط الذى ينطبق على الأسواق الرأسمالية فى عالمنا المعاصر هو الشكل (ج) وهو ما تؤكده بعض الدراسات التى أثبتت أن التقلبات العشوائية التى تتم بين يوم وآخر مستقلة تماما عن بعضها البعض[1] حيث أن المستوى العام لأسعار الأمس لا يفسر أكثر من ٥, ١٪ من أسعار اليوم.

إذن يثور التساؤل عن تلك المعلومات التى تؤدى إلى مثل هذه الذبذبات، فإن كان ذلك مرجعه إلى العرض والطلب فما هى اذن العوامل التى تؤدى إلى التأثير على أى منهما، وبمعنى آخر ما هى اذن العوامل التى تؤدى إلى إستفزاز عوامل الصعود والهبوط.

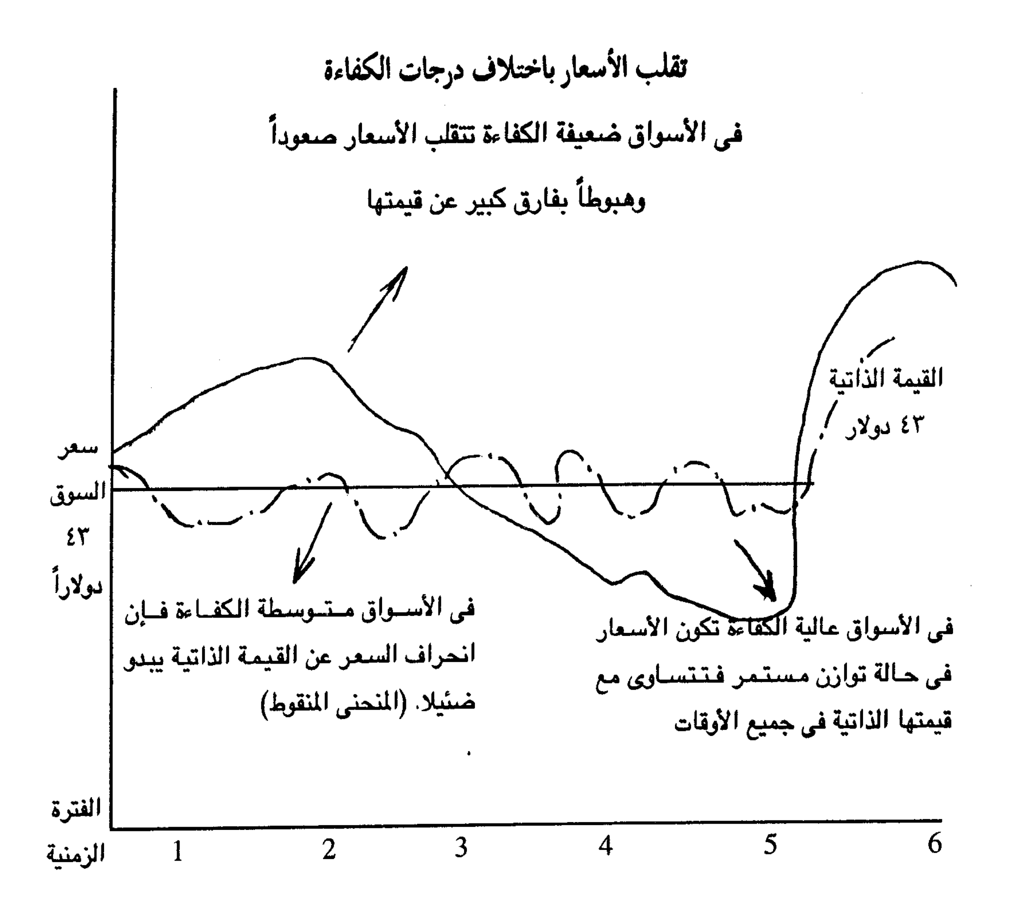
لا شك أن المعلومات والأنباء المنشورة فى الصحف المالية والعامة وما تبثه وسائل الاعلام من إعلانات وما يتناقله الناس من إشاعات سواء كانت مبشرة أو منفرة لها أثر مباشر فى تقلب أسعار السوق.

ومن أبرز المؤثرات فى تلك الأسواق - على تباينها - حوادث المنازعات الصناعية والاضرابات المستديمة من جانب العمال، وقرارات الاندماج أو تكوين الكارتيلات واتفاقات الأثمان الاحتكارية وغيرها من التطورات التى يتسم بها المجتمع الرأسمالى.

ويمتزج بهذه العوامل عوامل أخرى بعضها سيكولوجية وبعضها مضاربية بالمفهوم الغربى فالتوقع والحدس والتخمين والانتهازية والاستغلال واقتناص الفرص والتعلق بالأوهام فضلاً عن عوامل أخرى تتضامن جميعاً فى توتر السوق وعصبيبته.

---

(1) There is enough evidence historically of the valadity of the random walk hypothesis that prices are independent and unpredictable, at least in the short time, however in the long run, economic and trend analysis helps to determine the future directon. The predictive function of economic - Value analysis lessens the impact of the randan walk hypothesis and makes charting only an avocatinal and academic subject in making real investment directions.
(Fredrick Amling, op. cit. P. 560).



مقتبس من : Security prices fluctuate with different degrees of efficiency

(Management of Investment. P. 608)

شكل رقم ٤

المؤشرات المستخدمة فى أسواق الأوراق المالية العالمية لقياس حركة السوق واتجاهات الأسعار

تقاس حركة وإتجاهات الأسعار فى أسواق الأوراق المالية من خلال المؤشرات والمتوسطات indexes and averages والتى يتكون كل منها من مجموعة من الشركات والتى يفترض فيها أنها تعكس السوق جميعه.

ومن أهم هذه المؤشرات ذائعة الصيت والشهرة فى الولايات المتحدة الأمريكية مؤشرات داوجونز Dow Jones Averages والتى تم إختيار مكوناتها على أساس تاريخى باعتبارها ممثلة للسوق فى مجموعه. وأما المؤشر الآخر الذى ينافس مؤشرات داوجونز فى الأهمية فهو مؤشر Standard & Poor's 500 index والذى تم بناءه على أساس ترجيحى Weighted index construction أى باستخدام الأوزان لترجيح الأسعار فيما يطلق عليه المتوسط المرجح Weighted Average.

ويفترض فى حالة اتجاه المؤشر أو المتوسط إلى الصعود أن تكون السوق فى مجموعها متجهة إلى الصعود، وبوسع أى باحث أن يقوم بحساب الحركة اليومية لسوق الأسهم من خلال قسمة مجموع القيم السوقية للأسهم المتعامل عليها كل يوم علي مجموع أسهم هذه الشركات. وبهذا فإنه يمكن استخراج سعر مرجح للأسهم المتعامل عليها فضلاً عن التعرف على حالة السوق واتجاهاته التى يعكسها هذا المؤشر وكثيرا ما يفضل مؤشر S&P index بل ويعتبر عند كثير من محللى السوق- متفوقا على غيره من المتوسطات إلا أن هذه المزية ليست مطلقة، ذلك أن حساب المتوسط وفقا لهذا الأسلوب يستنزف الكثير من الجهد والوقت والمال فضلا عما يوجه إليه من نقد أنه لا يتسم بالدقة اللازمة لأغراض المقارنة وذلك لأن

الأسهم التى يتم التعامل عليها فى يوم ما ليست هى بالضرورة ذات الأسهم التى يتم التعامل عليها فى يوم تال الأمر الذي يؤدى إلى تضاؤل فرص التماثل.

مؤشرات داو جونز:

تعتبر مؤشرات داو جونز من أقدم المؤشرات وأكثرها شهرة، حتى لقد صار تداول هذه المؤشرات على ألسنة العوام كسائر الكلام ولذلك لم يكن مستغرباً، أن نسمع رجل الشارع فى مصر يتحدث عن الانهيار الذى سجله مؤشر داو جونز فى نيويورك وهو يتابع بين لحظة وأخرى ما تنقله الصحافة العالمية والإذاعة المرئية، عن تفاصيل الأعاصير التى اجتاحت الأسواق العالمية فى أكتوبر ١٩٨٧.

وترجع شعبية هذه النظرية إلى ارتباطها بأكثر الصحف المالية العالمية ذيوعا وانتشارا. فقد كان شارلز داو صاحب النظرية هو المحرر الأول لصحيفة وول ستريت بعد خبرة اكتسبها فى البورصات العالمية من خلال عمله كسمسار Broker (١).

وإذا كان صاحب النظرية قد وافته المنية بعد عامين فقط من تقديمها أى سنة ١٩٠١ فإن النظرية قد تم تطويرها من جانب بعض الباحثين والدارسين للسوق والذين قاموا بتصحيح بعض الأخطاء التى تضمنتها. وأبرزهم W.P. Hamilton المحرر أيضا بصحيفة وول ستريت (٢).

ومن المعروف لدى المتخصصين والدارسين أن عدد مؤشرات داو جونز أربعة، وكل مؤشر منهما يمثل قطاعا عريضا باستثناء المؤشر الرابع والذي يمثل السوق فى مجموعه، وذلك يمكن توضيحه على الوجه التالى:

١- مؤشر داو جونز الصناعى Dow Jones Ind Average (DJIA)

ويتكون من ٣٠ شركة ويغطى قطاعا عريضا من الصناعات.

---

(1) Charles Amos Dice & Eiteman op. cit. p. 354

(2) Jbid P. 354

٢- مؤشر داو جونز لوسائل النقل

Dow ones Transportation Average (DJTA)

ويتكون من ٢٠ شركة من بينها ست شركات للخطوط الجوية.

٣ - مؤشر داو جونز للمرافق Dow Jones Utility Average (DJUA)

ويتكون من خمس عشرة شركة خاصة بالمرافق كشركات الغاز والكهرباء[١].

٤- مؤشر داو جونز المركب Dow Jones composite Average

ويتكون من ٦٥ شركة هى مجموع الشركات التى تتضمنها المؤشرات السابقة. فهو مؤشر مركب وجامع ويمثل في مجموعه السوق ككل. وتعتبر الشركات التى يتضمنها هذا المؤشر شركات قائدة، تم اختيارها على أساس تاريخى ودونما التفات إلى أية أوزان ترجيحية [٢].

نظرية داو جونز: Dow Jones Theory

أما عن نظرية داو جونز نفسها فهى من أقدم النظريات وأكثرها اتباعاً فى زماننا المعاصر وقبولاً من حيث تفسيرها لسلوك السوق من الناحية الفنية.

وتقوم نظرية داو جونز على أساس أن سوق الأسهم هو البارومتر الذى يمكن من خلاله قياس الوضع الاقتصادى. والغرض من هذه النظرية ليس هو التنبؤ بحركة أسعار الأوراق المالية، وإنما التنبؤ بالدورات الاقتصادية أو الحركات التى تشير إلى الكساد والانتعاش.

The prupose of the theory not to predict movements of security forecast business cycle or the larger movements of but to depression and prosperity[3].

وبعبارة أخرى فان المتنبيء الذى يستخدم نظرية داو جونز إنما يحاول أن

---

(1) Fredrick Amling. op. cit pp. 528- 530

(2) john o. clendenin, introduction to investment 3 rd ed 1960.

(3) Jack clark Francis, Management of Investment, Mc Graw Hill Interational editions.

يسجل التغيرات فى المد والجزر الاقتصادى من خلال دراسة الموجات الدورية.

ولعله من المفيد هنا أن نثبت ماقرره الفنيون ومصممو خرائط الأسواق أن الغرض من نظرية داو جونز ليس فقط إثبات موقف السوق فى لحظة ما وإنما إلى أين يمضى كذلك.

The Dow theory's purpose is to determine where the market is,and it also indicates where the market is going .(١)

وأساس هذه النظرية متوسطات حركة الأسعار للشركات الصناعية وشركات النقل، اما حركة السوق فتنظمها وفقا لهذه النظرية ثلاثة تقسيمات رئيسية:

أولاً : الحركة الأولية :Primary movement

ثانياً : الحركة الثانوية : Secondary movent

ثالثاً: التقلبات اليومية :Day- to- day fluctuations

أما بالنسبة للحركة الأولية فهي تعبر عن اتجاه السوق سواء كان صعوديا Bullish أو كان نزوليا Bearish وتستمر الحركة الأولية من سنة إلى سنتين أو يزيد وفقا للنظرية، وإذا ماكان السوق ذا اتجاه نزولي فقد ثبت تاريخيا لدى اصحاب هذه النظرية أنها تستمر فترة أقصر من الأسواق الصعودية، وتعتبر الحركة الأولية أو ما يسمى باتجاه السوق Trend of the marketالهدف الأساسى من النظرية.

أما الحركة الثانوية للسوق فمدتها أقصر من الحركة الأولية بل ومضادة لها فى الاتجاه، وتستمر هذه الحركة عادة من ثلاثة أسابيع إلى ثلاثة أشهر، ويعقب ذلك استعادة السوق لأوضاعه بمعنى استعادة الأسعار بنسبة الثلث إلى الثلثين والتي سبق لها أن صعدت فى ظل سوق «صاعد» أو هبطت في ظل سوق هابط، وغالبا ما تنتهى الحركات الثانوية بفتور فى نشاط السوق ويسميها

---

(1) Frdrick amling, op. cit. P. 551.

البعض حركات تصحيحية(١) .

Dullness in the market activity

أما التقلبات اليومية Day- to- day fluctuations

فهى ليست جزء من تفسيرالنظرية فى سلوك السوق بل ولا معنى لها فى النظرية حتى لقد ذهب البعض إلى أنه فى الخرائط التى يستخدمها الفنيون والمعروفة بـ "Point and figure charts" أو (PFC) أن السعر قد ينتقل من عمود إلى آخر ثم إلى آخر في خلال عشر دقائق بينما قد لاينتقل الـ (PFC) إلى عمود جديد لمدة عشر سنوات، وهذا يشير إلى أن التقلبات العشوائية الطفيفة التى تتم من يوم لآخر قد لاتظهر كلية فى هذه الخرائط ولو استمرت لمدة عشر سنوات.

"A ten minute period in which the direction of the price made two significant reversals would generate two new columns on a PFC. If the price did not make a signficant reversal during a decade, however, then the PVC would not move on to a new Column For ten years"(2)

وقد يكون من المفيد أن نعرض لثلاثة نماذج من خرائط الفنيين والتي تحدد التقسيمات الرئيسية الثلاثة التى تقوم عليها نظرية داو جونز لتبيان وجه التباين بينهم(٣) .

وكما يبين من الرسم فقد حرص بعض الفنيين على تصوير الحركات الثلاث بالبحر من حيث المد والجزر والموجات، والموجات القصيرة السريعة.

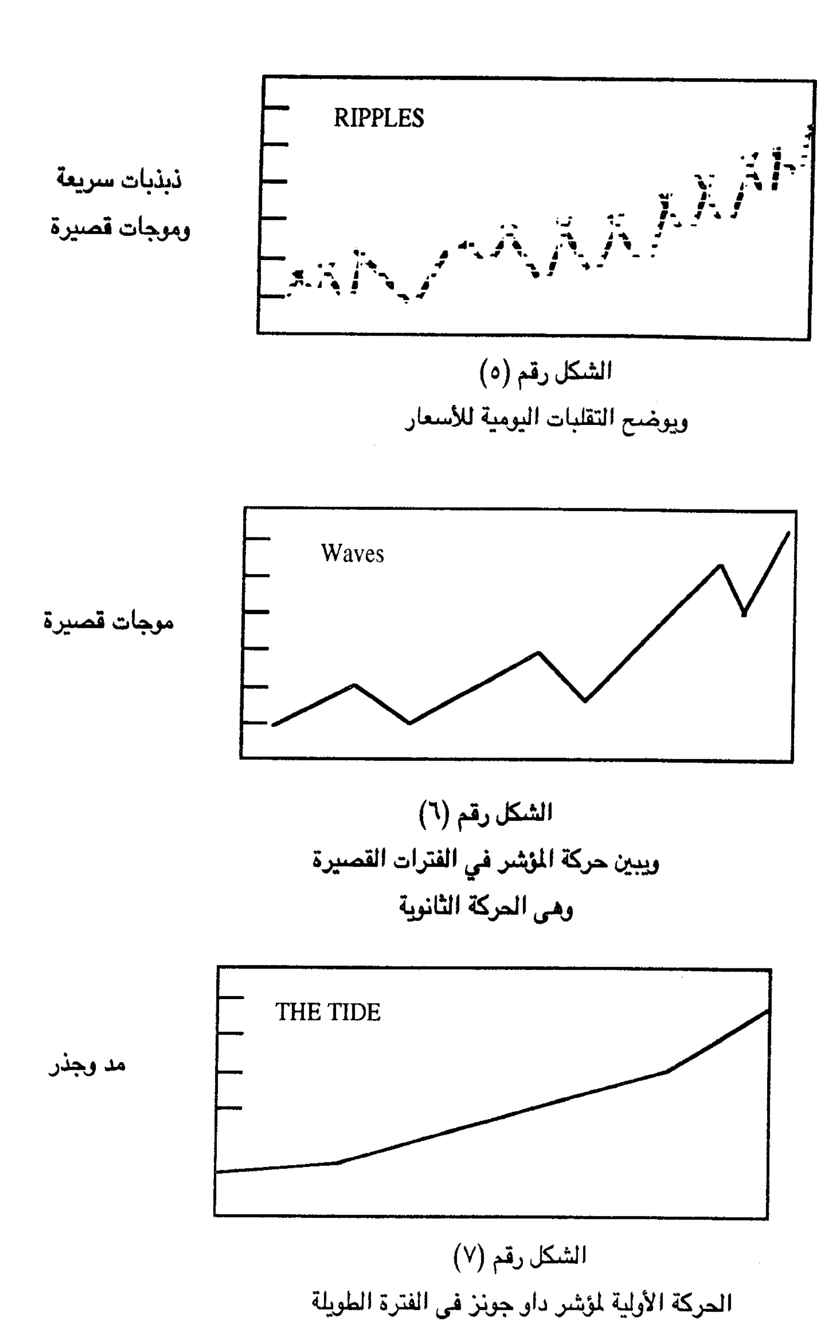
أما المد أو اتجاه السوق أو مايسمى بالحركة الأولية فيمثله الشكل رقم ٧. وأما الحركات الثانوية فجاء تمثيلها فى شكل موجات تمثل التغيرات في الأمد القصير كما يبين من الشكل السادس، وأما التقلبات اليومية والتى قد تتلاشى عند إبراز خط الاتجاه العام فجاءت على شكل موجات قصيرة جدا كما يتبين من الشكل الخامس.

---

(1) Jack clark Francis op. cit. P. 584.

(2) IBID, P, 590.

(3) Charles Amos Dice op. cit. P, 355.



الشكل رقم (٥)
ويوضح التقلبات اليومية للأسعار

الشكل رقم (٦)
ويبين حركة المؤشر في الفترات القصيرة
وهى الحركة الثانوية

الشكل رقم (٧)
الحركة الأولية لمؤشر داو جونز فى الفترة الطويلة

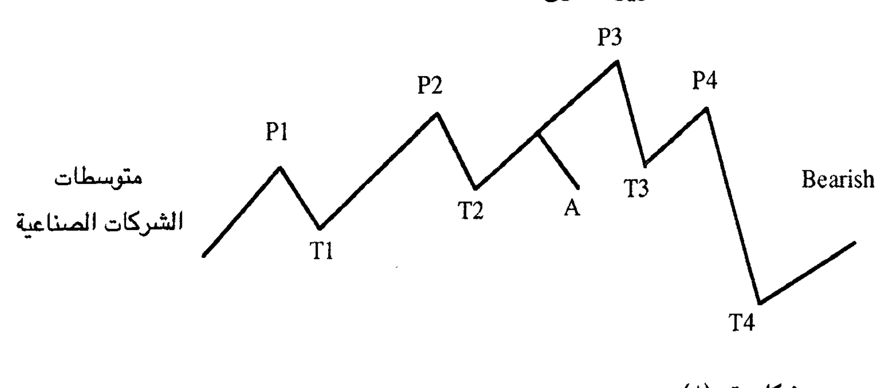
كيفية استخدام النظرية وتحديد اتجاه السوق :

في الرسم التالي :

بافتراض أن " P" ترمز إلى القمة (Peak) وأن

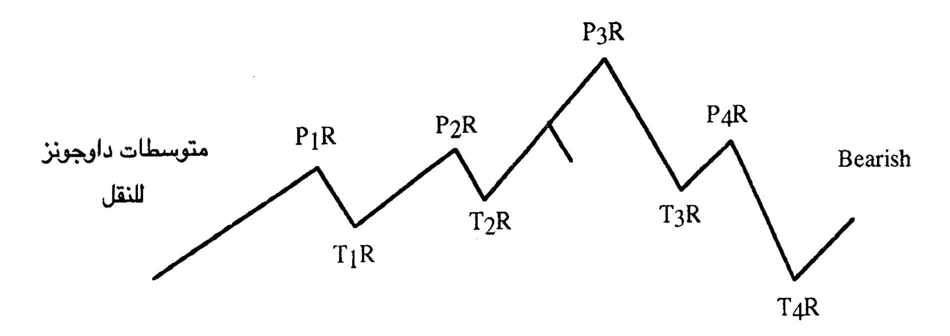
" T" ترمز إلى القاع (Trough) وأن

"AR"، " A" نقط التعزيز لسوق صاعدة .



شكل رقم (٨)

مؤشرات داوجونز وتحديد اتجاهات الأسعار[١]



بامعان النظر في الشكل الأول والخاص بالشركات الصناعية فانه حتى يتأكد لنا إن كان الاتجاه صعودياً أو نزولياً فإنه يتعين تعزيزه بالشكل الثاني والخاص بمتوسطات شركات النقل، وهذان الشكلان يكشفان عن الكيفية التي تستخدم بها النظرية.

نلاحظ أن اتجاه السوق منP1 إلىP3 صعودياً، وتفصيل ذلك أن P2 ، أعلى من P1، P3 أعلى من P2 وكذلك لأن T2 أعلى من، T1، T3 أعلى من T2 الأمر

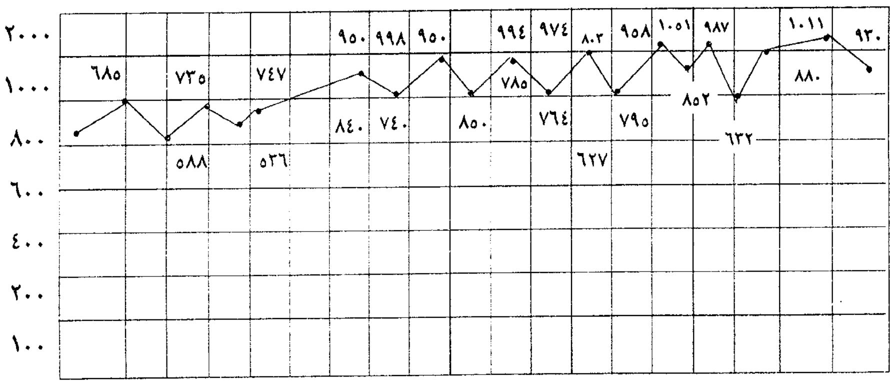
الذى يعنى ان الاتجاة يكون صعوديا اذا اتجهت كل قمة الى الإرتفاع عن القمة التى سبقتها وارتفع القاع عن القاع الذى سبقه، ثم يأتى دور التعزيز، إذ تعزز متوسطات شركات النقل متوسطات الشركات الصناعية فنلاحظ أن T4 فى الشكل الأول أكثر إنخفاظا من T3، وحينما نطابق ذلك مع القاعات متتالية الانخفاض فى متوسطات النقل سوف نجد تعزيزا لسوق هابطة مع إتجاه السوق نحو الإنخفاض.

إلا أن لدينا مشكلتان لتحديد اتجاهات السوق فى مؤشرات داوجونز.

الأولى: أنه ليس حتما أن تتجه المتوسطات فى اتجاه واحد، الأمر الذى يتعذر معه التعزيز. فالشركات الصناعية لا تخضع دائماً لنفس المؤشرات والقوى التى تخضع لها شركات النقل، فقد تلجأ القوى التى تتعامل على أسهم السكك الحديدية الى قهر السعر، وعلى النقيض من ذلك قد يلجأ المتعاملون على أسهم الشركات الصناعية الى تصعيد السعر.

وفضلا عن ذلك فان تعزيز السوق لا يتسنى التوصل إليه حتى بعد الزيادة أو الانخفاض. وفى الشكل المتقدم فان نقطة التعزيز هى A، AR وحتى وصول هذه النقطة فان أصحاب نظرية داو لا يستطيعون الجزم بكون السوق صعوديا أو نزوليا.

وتطبيقا لما تقدم نعرض هنا للاتجاه الحقيقى للسوق الأمريكية خلال الفترة من ٥٩ الى ٧٧ وفقا لمؤشر داوجونز الصناعى ونظريتة.



تحديد اتجاه السوق الأمريكية باستخدام مؤشرات داو جونز (مرجع سابق)
هذا الشكل مقتبس من كتاب Investment (مرجع سابق)

نلاحظ أنه حينما اتجه السوق للهبوط الى مستوى ٨٥٣ من مستواها غير المسبوق فى عام ١٩٧٣، كان عليه أن يخترق مستوى أل ٧٩٠ قبل ان يتم تعزيز السوق، وقد اعتبر بعض مصممى الخرائط مستوى ٨٥٠ - ٨٦٠ نقطة مقاومة حيث كان السوق فى مرحلة ثانوية مع اتجاه السوق نحو الصعود. وفى عام ١٩٧٤ بدأ السوق يتقدم الى مستوى ٩٨٧ ولكن ذلك لم يكن بالقدر الكافى لكى يرتفع فوق ١٠٥١ وهذه علامة من علامات النزول. فى سنة ١٩٧٥ هبط المستوى الى ٦٣٣ ليصل الى ما هو أدنى من مستوى القاع السابق وهو ٨٥٣ معززًا اتجاه السوق إتجاهاً هبوطياً Bearish market.

وتفصيل ذلك انه حينما ارتفع المؤشر الى مستوى ٩٨٧ فكانت القمة أدنى من القمة التى قبلها، وحينما إنخفض هبط الى مستوى أدنى من القاع فتعزز بذلك اتجاه السوق على أساس أنه سوق هابط. وبصعود السوق الى مستوى ٨٨٠ كان هذا المستوى أدنى من مستوى القمة السابقة وهى ٩٨٧، وهذا كان تعزيزاً آخر بان السوق سوقاً هابطاً. الا انه فى عام ١٩٧٦ قفز السوق الى ١٠١١ متخطياً القمة السابقة مشيراً إلى اتجاه صعودى، إلا أنه انخفض بعد ذلك الى مستوى ٩٣٠ لكنه لم ينخفض الى مستوى القاع السابق ليظل محتفظاً بكونه سوقاً صعودياً.

مناطق المقاومة ووقف الإتجاه الرئيسى Resistence Areas

عندما يصل سعر السهم (أو المؤشر) إلى القمة ثم يتجه الى الهبوط الى أسفل فان ما بعد القمة تسمى منطقة مقاومة، وإذا ما تجاوز السعر القمة السابقة يقال إن السعر قام باختراق منطقة المقاومة. واذا اتجه السعر إلى الاندفاع إلى أعلى فان هذه إشارة أو علامة لشراء الأسهم لأنه من المتوقع أن يستمر الصعود الى أعلى. واذا اتجه السعر إلى الانخفاض عن القاع السابق فإنه من المتوقع أن يستمر فى الانخفاض. وهذه اشارة الى البيع، وجوهر فكرة المقاومة عند المحللين الفنيين هو استحباب الشراء حينما يصعد السعر بما يتجاوز قمته السابقة، واستحباب البيع عندما يهبط السعر الى ما دون القاع السابق Trough.

وتوضيحاً لما تقدم نعرض من خلال الشكلين التاليين (١٠، ١١) نموذجاً مبسطاً

نستبين من خلاله كيفية تصميم المؤشر باستخدام النقط والحروف(Point and figure charts) مع ابراز مناطق المقاومة التى أسلفنا الإشارة إليها.

39									
37	X		X						
35	X	O	X	O					
33	X	O	X	O					
31		O		O	X				
29				O					
27									
25									
Price السعر	A	B	C	D	E				

Point and Figure Chart

الشكل رقم (١٠) بعد هذا الشكل صورة مبسطة للغاية لخرائط النقط والحروف والتى تفيد فى تفسير حركة الأسعار فى سوق الأسهم .مقتبس من كتاب (Investment)

47											Restistence مقاومة						
45											X		X		X		
43									X		X	O	X	O	X	O	
41									X	O	X	O		O		O	مقاومة ضرورة
39							X		X	O						O	البيع
37							X	O	X								
35			مقاومة				X	O									
33	X		X		X		X										
31	X	O	X	O	X	O	X			وجوب الشراء							
29	X	O		O		O											
27			مقاومة														

الشكل رقم (١١) يظهر مناطق المقاومة والتى تمثل حواجز علوية وسفلية. وتشير هذه الخرائط إلى وجوب الشراء عندما تتجاوز القمة القمم التى قبلها أخذاً في الاعتبار أن السعر سيستمر فى الصعود ويشير إلى وجوب البيع عند انخفاضه عن القيعان السابقة أخذاً فى الاعتبار أن السعر سيواصل الانخفاض. (مقتبسة من كتاب Investment).

كيفية تكوين المؤشر

يوضح الشكل رقم (١٠) الكيفية التى يجرى بها احتساب النقط وإعداد الخرائط. وعند النظر الى الخريطة نلاحظ الأرقام جهة اليسار وهذه تمثل السعر، وكل وحدة من المربعات (Box) تمثل نقطتين، وفى الامكان زيادتها الى عشر) وتساوى النقطة دولاراً واحداً.

وبإمعان النظر فى الشكل المتقدم نلاحظ ان السعر عند البدء "The initial price" كان ٣٣$ وتم إثبات ذلك بوضع (×) داخل العمود (A) أمام هذا الرقم وعندما تحرك السعر الى أعلى ليصل الى ٣٥ تم أيضاً وضع (×) داخل ذات العمود عند الرقم ٣٥، وطالما بقى السعر فى الصعود فانه يجرى وضع الـ (XS) فى داخل ذات العمود الرأسى"Vertical column" وعندما ينخفض السعر الى مستوى أدنى، فإن مصمم الخريطة يسجل التغير بوضع"O" فى العمود التالى. وفى الحالة التى نحن بصددها تحرك السعر الى ٣٥ ووضعت علامة "O" فى العمود التالى B عند ٣٥.

والجدير بالذكر هنا أنه لا محل للأزمنة عند الانتقال فيما بين الأعمدة حيث أن السعر يجرى تسجيله على المحور الرأسى والاتجاه على المحور الأفقى، وبصفة عامة فان القواعد المبسطة التى يتبعها مصممو الخرائط chartists هى وضع"X" على الخريطة عند ارتفاع السعر ووضع "O"عند هبوط السعر. أما المربعات (Boxs) فيتم شغلها عند حصول تغير فى السعر فقط، ويجرى البدء بعمود جديد فى كل مرة ينقلب فيها إتجاه السعر.

مؤشر ستاندرد آندبور: Standard & poor's 500 index

خلافاً لمؤشر داو جونز الذى يجرى احتسابه باستخدام المتوسط الحسابى أى باهمال الأوزان، فان مؤشر ستاندرد آندبور هو مؤشر مرجح فيراعى فى احتسابه الأوزان الترجيحية فيظهر التغيرات النسبية فى أوراق الشركات التى يشملها

المؤشـر مـقـارنة بسنة الأسـاس وهى ١٩٤١ - ٤٣ = ١٠ وبالنظر الى صيغة = المؤشر وهى: $\frac{\text{مج س}_1\text{ ك}_1}{\text{مج س ك}} \times 10$

حيث س١ = السعر الجارى

حيث س = سعر فترة الأساس.

حيث ك١ = كمية المقارنة.

حيث ك١ = كمية فترة الأساس.

فانه بوسعنا القول إن هذا المؤشر يعتمد على القيم السوقية لفترتى المقارنة والأساس دون حاجة إلى توحيد الكميات (الأوزان) ولذا فهو يختلف عن مؤشرى (Paasche & Laspegre).

ويتكون مؤشر ستاندر آندبور من خمسمائة شركة منها ٤٠٠ شركة تمثل ٨٥ مجموعة صناعية، ٤٠ بنكا تجاريا وشركات تأمين وادخار وتمويل، ٢٠ شركة نقل، ٤٠ شركة للمرافق العامة.

كل مفرده من مفردات أسهم هذا المؤشر يجرى ترجيحها بالأوزان، الأمر الذى يبدو أثره على المؤشر بالنسبه لأهميتها النسبية[1].

وهناك مجموعة أخرى من المؤشرات بعضها يتسم بالأهمية وبعضها موضع خلاف بين علماء التمويل والاستثمار، نتناولها هنا وفق تصورنا لأهميتها، مع الأخذ فى الاعتبار ان هذه المؤشرات ليست حاسمة أو قاطعة فى تصوراتها المستقبلية وانما يستعان بها ولا يعول عليها وحدها ومن هذه المؤشرات.

المؤشرات الاقتصادية Economic Indicators and the stock Market.

لقد انتهى رأى السابقين إلى أن الإقتصاديات القوية تعد مطلباً أساسياً لأية شركة أو صناعة رابحة A Prequisite for a healthy and profitable industry or company، ولذلك فان مؤشرات الانتاج الصناعى، والناتج القومى

(1) Fredrick Amling, op. cit. p. 529,530.

الإجمالى(gnp) Gross National product والدخل القومى وتقديرات الدخل المتاح Disposable income estimates تعد من المؤشرات التى ينبغى على المستثمر أن يستعين بها للتعرف على إتجاهات السوق المستقبلية(١) .

ويستخدم النشاط الاقتصادى بصفه عامة كمؤشر لمستوى السوق، ولو فرض أن ثمة تنبؤاً بتحسن الظروف الاقتصادية، وتوقع زيادة محسوسة فى معدلات الربحية للشركات الصناعية وغير الصناعية مع انخفاض أسعار الفائدة غير المصحوب بأية اتجاهات تضخمية، فان سوق الأوراق المالية ينبغى أن تتسم بالقوة، وعلى خلاف ذلك اذا ما بدت أعراض اقتصاد مريض يعانى من تضخم جامح ومعدلات فائدة مرتفعة وبطالة متزايدة فإن السوق هنا تكون سوقا ضعيفة وتأخذ الأسعار فيها اتجاها نزوليا Bearish market لذلك لم يكن مستغرباً أن يتساءل الرئيس ريجان فى دهشة بالغة - اثناء احداث انهيار الأسواق العالمية - عن التوقعات التى تغيرت فجأه تجاه اقتصاديات الولايات المتحدة الأمريكية أو إقتصاديات العالم لكى تبرر انهيار أسعار الأسهم بنسبة ٣٦٪ عما كانت عليه منذ ثمانية أسابيع.(٢) ومع هذا فإن المستثمر الذى يتسخدم المؤشرات الاقتصادية

---

(1) The more conventionl methods of estimating the market and determining its level are economic idicators.. neither is considered the panacea for all problems of prediction, They are considered aids to markets analysis not Dogma (Fredric Amling op. cit. p. 539.)

(2) The shares of 5000 companies traded on U. S. Exchanges had lost staggering $ 190 Billion in value (news week 26 - 10 - 87).

Mr Regan asked, what had suddenly changed in the out - look for the U. S. world economies to justify a 36% collapse in stock prices over eight weeks. (Financial times 21 - 10 - 1987).

إلا أن المحللين الماليين والاقتصاديين اعتبروا هذه الأحداث انعكاسا للواقع الاقتصادى الأمريكى استنادا على الآتى :

أولاً : ان الولايات المتحدة الأمريكية تحولت من أكبر دولة دائنة فى العالم إلى أكبر دولة مدينة وقدرت صافى مديونياتها «فى حينه» بحوالى ٢٥٠ إلى ٣٠٠ مليار دولار وتوقع الاقتصاديون ان يتجاوز رقم مديونياتها عام ١٩٩٢ ١٠٠٠ مليار دولار وما أعلنه الرئيس الأمريكى فى أن مقابل كل دولار يكسبه المواطن الأمريكى فانه ينفق دولار وربع الدولار.

ثانياً : بلغ العجز فى الميزانية الفيدرالية الأمريكية خلال السنة المالية ١٩٨٧ حوالى ١٤٨ مليار دولار.

ثالثاً : تفاقم العجز فى الميزان التجارى إلى حوالى ١٥٦ مليار دولار عام ١٩٨١ مقابل ٣٦,٣ مليار دولار عام ١٩٨٠، واعلان وزارة الخارجية الأمريكية ان رقم العجز فى الميزان التجارى خلال شهر أغسطس ١٩٨٧=

كمرشد أو دليل Gide للتعرف على النشاط الاقتصادى يجب عليه اعتبار هذه المؤشرات أدوات تقريبية Rough tools لتحديد الاتجاهات المستقبلية كما يفترض أن المستثمر فى تعامله بالبيع أو الشراء يراعى دائما النواحى الأصولية Fundamentals فى تحليل الاستثمار ولا يثنيه عن ذلك التغيرات الوقتية والتقلبات العشوائية.

البيع على المكشوف كمؤشر للسوق Short Sale as a market indicator

سبق منا التنويه فى موضع سابق الى أن حجم المعاملات التى تتم على المكشوف فى الأسواق الغربية وخاصة الأمريكية تتراوح ما بين ٦٦، ٧٥٪ من إجمالى حجم المعاملات فى هذه الأسواق وهى ظاهرة جديرة بلفت الأنظار الى ماهيتها وتناولها بالتحوط والحذر نظراً لخطورتها، خاصة مع ما ثبت من محاكاة بعض المقلدين فى البلاد النامية للفكر الغربى حتى ذهب بعضهم الى القول ان البيع على المكشوف يعد شرطاً أساسياً من شروط قيام سوق دائمة ومستمرة.

ويعتبر البيع على المكشوف من وجهة نظر المستخدمين لهذا المؤشر دليلاً علي قوة السوق او ضعفها فنيا، وتتضمن هذه البيوع اقتراض الأسهم المباعة والتى يتعين على البائع ان يسلمها فى غضون أيام قليلة الى المشترى بينما هو ليس مالكاً لها أصلا بمعنى أنه يبيع ما ليس عنده، ولا ما هو رهن تصرفه، وذلك على أمل إعادة شراء الأوراق عند انخفاض أسعارها وإعادتها لمقترضيها. وحيثما يتم التعاقد على البيع فهناك زيادة فى عرض الأسهم فى السوق تميل معها الأسعار

= بلغ ١١ مليار دولار.

رابعاً : أدى التضخم الزاحف إلى اضطرار البنوك المركزية إلى زيادة أسعار الفائدة وبالتالى انخفاض عوائد الأوراق المالية وتحولت المنافسة لصالح الاستثمار النقدى بدأ التحول من سوق رأس المال إلى السوق النقدية.

خامساً : أدى ارتفاع سعر الدولار إلى انخفاض نسبى محسوس فى أسعار الواردات بالنسبة للأمريكيين مما شجع على زيادة طلبهم عليها ولذلك فان زيادة سعر الصرف أدى إلى تقليص حجم الصادرات الأمريكية ونمو الواردات وزيادة العجز.

هذا عن الأسباب التى تتعلق بالناحية الاقتصادية والتى تساءل عنها الرئيس ريجان، دراسة للباحث غير منشورة.

الى الانخفاض، وشراء الأسهم بعد انخفاض أسعارها يؤدى الى إعادة ارتفاعها.

وأما عن اولئك الذين يستخدمون حجم البيع على المكشوف كمؤشر على قوة السوق أو ضعفة فنياً فيرون ان زيادة المبيعات على المكشوف تشير الى قوة السوق وانخفاض حجم هذه البيوع دليل على ضعفها، فالبيع على المكشوف فى سوق يتجه الى الصعود دليل قوة عندهم لسببين:

الأول: استيعاب السوق لكميات إضافية من الأسهم.

الثاني: أنه إذا بدأت أسعار السوق فى الهبوط إثر زيادة المعروض فإن المضاربين يقومون بالشراء مرة أخرى وبأسعار منخفضة محققين بذلك هامشاً من الربح ومؤازرين للسوق(1).

ويعتبر هذا المؤشر -من وجهة نظرنا- خطيرا وسنتناوله بالمناقشة المستفيضة فى الباب الثانى بإذن الله.

مؤشر اتساع السوق Breadth index

ينتقد بعض المتعاملين والممارسين نظرية Dow Jones على اساس انها لا تعكس حركة جميع الأسهم فى السوق، وأن متوسطاتها ليست ممثلة تمثيلا حقيقياً للسوق ويبنى اولئك انتقاداتهم على اساس أنه ليست كل الأسهم تتخذ اتجاهاً واحداً فى آن واحد كما تشير مؤشرات داو جونز.

ويستدلون على ذلك بانه فى يوم الأربعاء ٣ نوفمبر ١٩٧٦ عقب انتخاب الرئيس كارتر رئيساً للولايات المتحدة الأمريكية بيوم واحد فان عدد الشركات الى تم التعامل عليها بلغ ١٨٨٣ شركة. من بينها ٣١٣ شركة ارتفعت أسعار أسهمها و ١١٩٣ شركة انخفضت اسعار أسهمها بينما ثبتت أسعار ٣٧٦ شركة. ولحساب المؤشر هنا فإننا نقوم بطرح عدد الشركات الصاعدة من الشركات الهابطة او الهابطة من الصاعدة لنصل الى صافى الصعود Net advances أو صافى الهبوط Net Declines، ثم نقوم بقسمة الصافى على عدد الشركات المتعامل

---

(1) Fredrick Amling op. cit. p. 555

عليها فنصل بذلك الى الرقم القياسى لاتساع السوق.

وفى المثال المتقدم صعدت أسعار ٣١٢ شركة وانخفضت اسعار ١١٩٣ شركة، ويستفاد من ذلك ان صافى الانخفاض ٨٨٠، وبقسمة صافى الانخفاض على عدد الشركات المتعامل عليها وهى ١٨٨٣ يبين لنا أن مؤشر اتساع السوق سالب بنسبة ٤٦٫٨٪ (٨٨٠ ÷ ١٨٨٣). وهذا المؤشر إما أن يكون معضداً ومؤازراً لمتوسط حركة مؤشرات داو جونز أو مناقضا لها. فإذا ما كان المؤشر معضداً فإن هذه علامة علي قوة السوق وإن كان مناقضاً كان ذلك دليلاً على ضعف السوق. وفى ٣ نوفمبر ١٩٧٦ إنخفض مؤشر داو جونز بمقدار ٩٫٥٦ بنط أو نقطة وكانت تلك علامة على قوة السوق بتوافق المؤشرين نحو الانخفاض(١).

مؤشر حجم التعامل Volume of trading indicator *

يستخدم حجم التعامل على الأسهم فى السوق كمؤشر أو دليل Guide على مدى قوة السوق او ضعفها ووفقا لمفهوم هذا المؤشر فإن اتجاه حركة الأسعار الى الصعود أو إلى الهبوط تعتبر دليل قوة اذا صاحبها حجم ضخم من التعامل، وأما الحركة فى الأسعار سواء فى اتجاه الصعود أو الهبوط والتى لا يصاحبها حجم كبير من المعاملات فتعد – من وجهة نظر مؤيدى هذا المؤشر – دليلاً علي ضعف السوق. فبفرض أن السوق بدأت تأخذ اتجاها تصاعديا بعد فترة من النزول، ففى هذه الحالة يأمل المستثمرون أن يكون هذا الصعود هو نهاية مرحلة وبداية مرحلة جديدة، فإذا كان هذا الصعود غير مصحوب بكم مناسب من المعاملات فذلك دليل على ضعف السوق من الناحية الفنية، ولا يتوقع المستثمرون حينئذ استمرار هذه الزيادة، وعلى النقيض من ذلك إذا صاحب هذه الزيادة كم كبير من المعاملات فإن السوق تعتبر من الناحية الفنية قوية، ومع ذلك فليس هناك ما يضمن استمرار الصعود، ولذلك يفضل استخدام هذا الموشر بجانب مؤشر آخر شبيه بمؤشر Dow jones.

---

(1) Fredrick Amling. op. cit 554.

مؤشر مقترح لقياس تقلبات الأسعار في سوق الأوراق المالية بالقاهرة

تصدينا خلال هذا المبحث لبعض المتوسطات والمؤشرات المستخدمة فى قياس تقلبات الأسعار فى اسواق الأوراق المالية العالمية على اختلاف أساليبها ودرجة اهميتها ودقتها. وعلى الرغم من اهمية الأرقام القياسية سواء تلك المستخدمة فى قياس تقلبات الأسعار فى الأسواق السلعية أو أسواق الأوراق المالية، فإنه مما يسترعى إنتباه الباحثين والمتخصصين افتقار سوق الأوراق المالية بمصر لهذه الأداة الهامة والتى لا يكاد يتصور المرء غيابها عن سوق عريقة كالسوق المصرية(١).

لذلك فقد آليت على نفسى ألا آلو جهداً لاستخراج رقم قياسى لأسعار أوراق الشركات لبورصة الأوراق المالية بالقاهرة وذلك رغم الصعاب الكثيرة التى صادفتنى والتى بسببها أخفقت كل المحاولات التى بذلت من جانب بعض الجهات المعنية لتحقيق هذه الغاية.

والرقم القياسى الذى قمت بإعداده هو نموذج قابل للتطوير فى ضوء احتياجات السوق وتطورها وهو يختلف فى تكوينه عن بعض المؤشرات المعروفة كمؤشر داو جونز "Dow Jones" والذى يعتمد فى تكوينه على أكبر ٣٠ شركة صناعية يجرى التعامل على أسهمها فى بورصة وول ستريت باعتبار هذه الشركات ممثله لجميع الشركات المقيدة بالبورصة من وجهه نظر مصممى هذا المؤشر، ويقترب مؤشرنا المقترح الى حد ما من مؤشر-Standard & poors 500 stock composite av-erage وذلك من حيث التركيب والذى يعتمد على الأوزان الترجيحية لفترة المقارنة، ومن حيث إحتواء مؤشرنا لجميع الشركات المتعامل عليها، وضخامة عدد الشركات التى يتضمنها مؤشر ستاندر آند بور.

---

(١) قامت مؤخراً الهيئة العامة لسوق المال باعداد مؤشر للأسعار وكذا المجموعة المالية، إلا أن مؤشراً يعتمد على عدد محدود من الأوراق المالية لشركات لا يمكن الجزم بأنها ممثلة لكافة الشركات لا يتسم بالدقة ويمكن أن يطلق عليه Rough Average

وأول ما يسترعى نظر الباحث ويشد انتباهه عند تقييمه لهيكل السوق المصرى من حيث عدد الأوراق المقيدة ومكونات هذا العدد، والذى يمكن من خلاله الحكم على السوق من حيث سعتها أو محدوديتها فهو عدد الشركات المغلقة الى جملة الشركات المقيدة. حيث استبان لنا استئثار الشركات المغلقة بنسبة ٥ر٧٣٪ من جملة الشركات المقيدة والتى بلغ عددها فى آخر اكتوبر ١٩٩٠ – على سبيل الحصر – ٥٦٤ شركة، يخص الشركات المغلقة منها ٤٠٩ شركات، والقلة القليلة الباقية وقدرها ١٥٥ شركة تخص شركات الاكتتاب العام(١).

واهم الاعتبارات التى أخذت فى الحسبان عند اختيارنا للرقم القياسى المقترح هى:

اولا : ان يتوفر للرقم القياسى المقترح عدالة التمثيل وإحكام التركيب.

ثانيا: فى الأسواق الضيقة Narrow markets كالسوق المصرية والتى يقل من خلالها عدد الأوامر المتدفقة على السوق، تكاد تنعدم فرص التماثل. فالأوراق التي يجري التعامل عليها فى احد الشهور ليست بالضرورة هى ذات الأوراق التي يجرى التعامل عليها فى شهر سابق او لاحق او حتى اية فترة يري اتخاذها كفترة أساس. ومن هنا فإنني آثرت استخدام صيغة "Paashe" باعتبارها أكثر الصيغ قدرة على صياغة واقع السوق المصرية بل وغيرها من الأسواق، ولأنها تتيح استخدام الأوزان دون عوائق تذكر. ونعنى بذلك أن استخدام كميات فترة المقارنة كأوزان من شأنه ايجاد مخرج، حال عدم التعامل على ذات الأوراق فى فترة الأساس.

ووفقا لهذه الصيغة فان الرقم القياسى المقترح سوف يكون على الوجه التالى:

$$\frac{\text{مج (ك}_1 \times \text{س}_1)}{\text{مج (ك}_1 \times \text{س}_0)} \times ١٠٠$$

وحيث ك١ تمثل كميات فترة المقارنة

ك٠ تمثل كميات فترة الأساس

---

(١) بورصة الأوراق المالية – التقرير الشهرى عن حركة التعامل عن شهر أكتوبر ١٩٩٠.

$س_1$ تمثل أسعار فترة المقارنة

$س_0$ تمثل أسعار فترة الأساس.

ثالثا: إن قيد أوراق مالية جديدة وباعداد كبيرة فى جداول القيد يعد ظاهرة محسوسة فى السوق المصرية فى الوقت الحالى، واحتمال التعامل على تلك الأوراق فور قيدها فى جداول الأسعار، لا يقل رجحاناً عن إحتمال عدم التعامل عليها فور إتمام القيد، الأمر الذى يتعذر معه استخدام صيغة لاسبير Laspere's index number والتى تعتمد على اوزان فترة الأساس وهي:

$$\frac{مج (ك_0 \times س_1)}{مج (ك_0 \times س_0)} \times ١٠٠$$

حيث لا يتوفر لدينا فى هذه الحالة ك.

رابعا: أن صيغة "Paashe" تعد من أدق الصيغ علميا وعمليا.

خامسا: أننا قد آثرنا أن تكون عدد مفردات الرقم القياسى هى كافة الأوراق المقيدة فى السوق والمتعامل عليها، أخذاً فى الاعتبار ان الشركات القائدة فى الأسواق الأجنبية - والتى لا يسلم الاعتماد عليها من النقد - ليس لدينا ما يناظرها، وأن اختيار عينة لغلبة الظن أو احتماله بكونها ممثلة لكافة الشركات إنما يعد من قبيل المحاكاة دون وجود أدنى قدر من وجوه التماثل لهيكل السوق وسعته وعمقه ودرجة كفاءته وأسلوب التعامل وحجم العمليات وعدد الصفقات بين السوقين، وتصبح عدم المحاكاه امراً مسلما به اذا أخذنا فى الإعتبار أن غالبية الأوراق المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية تمثل شركات مغلقة، وأن نسبة التعامل على أوراق الشركات المغلقة الى مجموعها لا يتجاوز ٢٥٪[1].

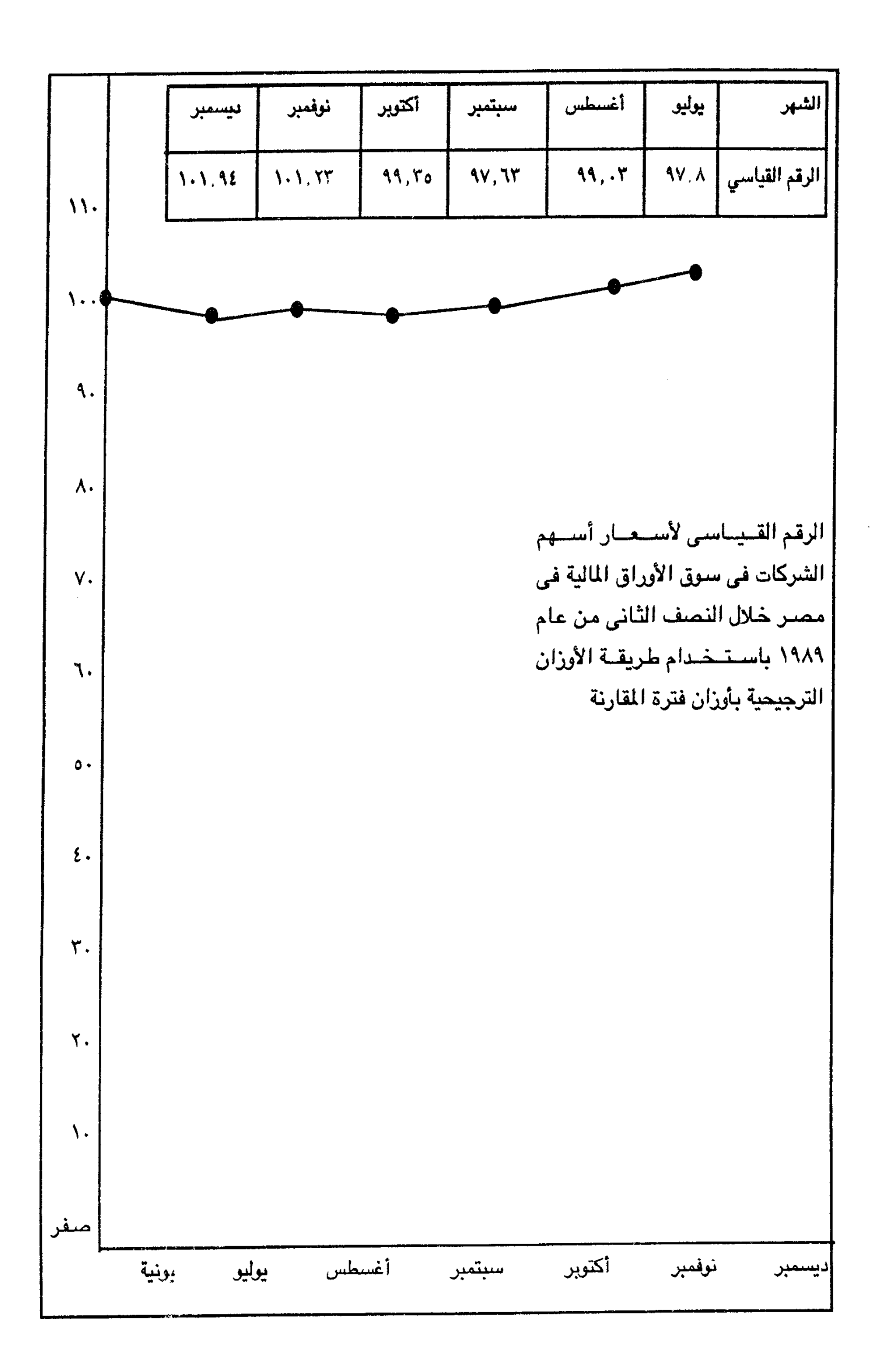
سادسا: تراءى لنا استحساناً أن تعظيم المنفعة للرقم القياسى المقترح يقتضى استخدام صيغة اخرى بالاضافة الي الصيغة المتقدمة وهى استخراج الرقم القياسى باستخدام طريقة الأوزان الترجيحية لفترة المقارنة والأساس المتحرك.

(١) التقرير الشهرى لبورصة الأوراق المالية عن شهر أكتوبر ١٩٩٠ وكذا التقرير السنوى عن سنة ١٩٨٩م.

وفقا لهذه الصيغة يصير كل شهر فترة اساس للشهر الذي يليه، وكل فترة مقارنة لأحد الشهور تصبح فى الشهر التالى فترة اساس للشهر الذى يليها، الأمر الذى يسهل معه المقارنة، وابراز نسبة التغير فى السعر من شهر لآخر.

سابعا: فترة الأساس التى تم اختيارها هى فترة هدوء نسبى وترقب باعتبارها نهاية السنة المالية لمعظم الشركات التي يجرى التعامل على اسهمها فى سوق الأوراق المالية ويترقب المساهمون تسرب بعض المعلومات عن نتائج اعمال الشركة وتوزيعاتها المقترحة من جانب مجلس الادارة.

والشكلان الموضحان فيما بعد يظهران الرقم القياسى لأسعار اسهم الشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية بالقاهرة باستخدام الصيغتين المنوه عنهما فى موضع سابق. ويترتب على ذلك ابراز التغير فى الأسعار خلال فترة معينة مقارنة بفترة الأساس مرة ومقارنة بالشهر السابق مرة أخري.



الشهر	يوليو	أغسطس	سبتمبر	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر
الرقم القياسي	٩٧.٨	٩٩,٠٣	٩٧,٦٣	٩٩,٣٥	١٠١.٢٣	١٠١.٩٤

الرقم القياسى لأسعار أسهم الشركات فى سوق الأوراق المالية فى مصر خلال النصف الثانى من عام ١٩٨٩ باستخدام طريقة الأوزان الترجيحية بأوزان فترة المقارنة



الشهر	نوفمبر	ديسمبر	يناير	فبراير	مارس	أبريل
الرقم القياسي	١٠٢,١٩	٩٣,٢٦	١٠١,٧٩	١١١,٩٧	١١٦,٢٧	١٠٥,٤٣

أثر سعر الفائدة على أسعار الأسهم فى أسواق رأس المال

إختلفت الآراء حول اثر سعر الفائدة على اسعار الأوراق المالية وظهر فى هذه المسألة رأيان احدهما راجح والأخر مرجوح. الرأى الأول يعطى وزناً كبيراً لتأثير النقود السهلة Easy money أو النقود الصعبة Dear money علي اسعار الأوراق المالية. والمعروف ان مصطلح النقود السهلة اى النقود الرخيصةCheap money انما يطلق عندما تعمد السلطات النقدية الى خفض اسعار الفائدة للتشجيع علي الاقتراض ولبعث الانتعاش فى النشاط الاقتصادى. اما النقود الغالية ويطلق عليها ايضا Tight money فانما ينصرف مصطلحها الى الحالة التي يقل من خلالها المعروض النقدى ويجرى تقييد الائتمان والحد منه ورفع سعر الفائدة كوسيلة لمحاربة التضخم من جانب السلطات النقدية. وهذه السياسة وان كانت لا تلائم – من وجهة نظر بعض الاقتصاديين – سوى الدول الغنية والمتقدمة، إلا أنها قد طبقت فى الآونة الأخيرة فى مصر.

ونعرض للرأيين المتقدمين بشىء من التفصيل:

يرى أصحاب الرأى الأول أن زيادة المعروض من النقد بسعر فائدة منخفض يؤدى الى صعود اسعار الأوراق المالية، وأن ندرة الأموال من ناحية أخرى وارتفاع اسعار الفائدة من شأنه حدوث انخفاض فى أسعار الأوراق المالية. وتفصيل ذلك أنه حينما يكون فى الامكان اقتراض الأموال مقابل فائدة بنسبة ٣٪ فرضاً، مع إمكان استخدامها في شراء اسهم تدر عائدا يصل الى ٧٪، فإن ذلك من شأنه تقوية الحافز لدى المستثمرين والمضاربين علي استثمار اموالهم فى أصول مالية. وحيثما يكون المال نادراً فإنه من غير المنتظر تحقيق أرباح مجزية. وغالبا ما ترتفع فى هذه الحالة اسعار الفائدة، ويصبح تحول المستثمر من سوق رأس المال الى سوق النقد أمراً تقتضيه مصلحة المستثمرين(١).

---

(1) Charles Amos Dice op. cit. p. 337- 380

وكذا مقالنا بجريدة الأهرام الاقتصادى تحت عنوان «تغيير سعر الفائدة وأثره على انتقال الأموال بين سوقى النقد ورأس العدد ١١٧٩ فى ١٩/٨/١٩٩١.

ومن جهة أخرى فإنه بتخفيض أسعار الفائدة تنخفض تكاليف الانتاج فتزداد ربحية المشروعات ومع زيادة الربحية تزداد قدرة المشروعات على التوسع وزيادة الانتاج مما يبعث موجة من التفاؤل لدى المستثمرين تؤدى الى ارتفاع الأسعار وأخذ السوق اتجاهاً صعودياً.

وقد عبر عن ذلك احد الكتاب الغربين بقوله «إن زيادة المعروض النقدى وارتفاع الأسعار فى سوق الأوراق المالية هما مترادفان.

A growing money supply and a rising security market are synonomous[1].

بينما يرى أصحاب الرأى الآخر انه اذا كانت هناك خمسة عوامل تؤثر بقوة على أسعار الأسهم، فإنه من غير المتصور التسليم بهيمنة Dominating عامل واحد من هذه العوامل وهو سعر الفائدة على أسعار الأسهم بحيث ترتفع بانخفاضه وتنخفض بارتفاعه.

ويضيف أصحاب هذا الرأى أنه بفرض أن شخص ما قام بشراء مائة سهم بسعر السهم مائة دولار، وأن سعر هذا السهم قد صعد خلال شهر واحد فى السوق إلى ١٠٥ دولارات، فإن ربح المستثمر سيتجاوز ٤١٠ دولارا عندما يكون سعر الفائدة ٤٪ وينخفض بحوالي ١٦ر٦٧ دولارا عندما يكون سعر الفائدة ٦٪، وهذا الفرق لا يبرر - من وجهة نظرهم - التراجع عن التعامل فى الأسهم، وبالتالى فإن زيادة المعروض من هذه الأوراق ليس أمرا محتملا، واستطرد أصحاب هذا الرأى أن الحقائق تؤكد أن معدلات سعر الفائدة ليست عاملا مهميناً وأن مسالة النقد السهل أو الصعب لا تعدو أن تكون عاملاً من عوامل كثيرة مؤثرة في السوق.

ويضيف أصحاب هذا الرأى أن معدلات الفائدة المرتفعة لا تستطيع أن توقف سوقاً أسعارها فى صعود مالم تكن الظروف الأخرى سيئة وتؤدى الى هذه النتيجة لا محالة. كما أن النقد الرخيص لا يؤدى الى انتعاش سوق مالم تكن

---

(1) Fredrick Amling. op. cit. p. 547.

الأساسيات Fundamentals المتعلقة بالظروف المالية للشركات، والاقتصادية للبلاد مقبولة[1] من قبل المتعاملين فى الأسواق. وانتهى هذا الرأى الى أن تأثير سعر الفائدة على أسعار الأسهم فى السوق يعد أمراً ثانوياً Secondary وعاملا مكملا Supplementary بطبيعته.

وإنى أتفق مع الرأى الأول، وهذه المسألة من البداهة ولا تحتاج الى حشد الأدلة وتقديم البراهين.

وهذا أحد مشاهير علماء التمويل والاستثمار وهو يذكر أن الزيادة الحادة فى معدل الفائدة تسبق الهبوط في أسعار الأسهم.

* The sharp rise in money rates precedes a decline in stock prices.

ولا نزاع فى الرأى أنه حينما يقبل أحد المستثمرين على الاستثمار فإنه يقارن بين العائد المتوقع من الاستثمار وبين الفائدة التى يمكنه الحصول عليها فيما لو أودع أمواله فى أحد البنوك.

وننقل هنا عن بحث لأستاذنا الدكتور عبد الحميد الغزالى عن الأرباح والفوائد المصرفية بين التحليل الاقتصادى والحكم الشرعى «أنه قد أكدت الاستقصاءات التى اجراها ميد.J. E. Meade وأندروز P. W. Andrews ان رجال الأعمال يعتقدون أن سعر الفائدة ليس عاملاً يذكر فى تحديد مستوى الاستثمار بينما فى دراسة أخرى قام بها ليبلنج H. Leibling للتجربة الأمريكية، وجد ان ارتفاع أسعار الفائدة كان مانعاً كبيراً من الاستثمار، وأنه فى فترة الدراسة (١٩٧٠ - ١٩٧٨) بلغت مدفوعات الفوائد ثلث العائد الاجمالى على رأس المال مما أدى الى تآكل فى ربحية الشركات. وترتب على ذلك هبوط رأس المال المخاطر فى التمويل الكلى أى مجموع الأسهم والقروض، وانخفاض التكوين الرأسمالى. وأورد سيادته فى ذات البحث تساؤل M. friedman فى بداية الثمانينات عن اسباب السلوك الطائش الذى لم يسبق له مثيل للاقتصاد الأمريكى ورد على تساؤله بقوله «إن الإجابة التى تخطر على البال هى السلوك الطائش المساوى له فى أسعار الفائدة».

---

(1) Charles Amos Dice, Op. cit. p. 380.

* Fredilck Amllna op. cit. pp. 553 - 555.

الفصل الثاني

طرق وأساليب تنفيذ العمليات فى مختلف البورصات والقوانين الحاكمة للتعامل فى بعض الأسواق

ويتكون هذا الفصل من ثلاثة مباحث:

المبحث الأول: طرق وأساليب تنفيذ العمليات في مختلف البورصات

المبحث الثاني: الوسطاء الماليون الذين لهم حق التعامل في البورصات وموقف الفقه الإسلامي منهم

المبحث الثالث: القوانين الحاكمة للتعامل فى بعض الأسواق

المبحث الأول
طرق وأساليب تنفيذ العمليات فى مختلف البورصات

مقدمة:

كثير من المدخرين يودون لو أنهم استثمروا أموالهم فى الأوراق المالية إلا أنهم يتوجسون خيفة من تقلبات أسعارها ويتهيبون أسواقها، وتحيط بالكثير منهم الجهالة بماهيتها، وأساليب التعامل فيها، حتى لقد ذهب أحد الكتاب الانجليز فى مقدمة إحدى مؤلفاته إلى القول:

I am to speak of what all people are busy about, but not one in forty understands.(١)

فإذا كانت الشعوب الأوروبية التى نشأت البورصات فى أحضانها لا تتجاوز نسبة العارفين بماهيتها ٢,٥٪ فلا غرابة ان أدار لها الناس ظهورهم وتوجسوا خيفة منها فى البلاد حديثة العهد بها.

وهناك فريق من صغار المدخرين يرى أن هذه الأسواق هى ملتقى الأثرياء ورجال المال والأعمال الذين يقصدونها من كل صوب وينشدونها من كل حدب، ولذلك نجدهم عنها معرضين ومن التعامل فيها متهيبين.

وفريق آخر لا يكاد يتقبل التعامل فى البورصات بقبول حسن وينأى بجانبه عن «التعامل فيها» ويرى أنها ليست سوى منتديات للقمار، والتعامل فيها محفوف بالمخاطر والأضرار خاصة مع اشتداد سعار المضاربات over- heated speculation وعوامل الانهيار وتقلبات الأسعار المصاحبة للدورات الاقتصادية Business cycles وتدهور الأسعار مع أزمات الكساد وشيوع البطالة وإضرابات العمال وهى الظواهر التى تعرفها جيداً

---

(1) Stock and shares, Hartly withers, london.

المجتمعات الرأسمالية والدول التى تحاكيها.

وهناك فريق آخر يميل إلى المقامرة وآخر إلى المضاربة «بمفهومها الغربى»، والمضارب وفقاً لهذا المعنى لا يعتبر نفسة مقامراً ولا يشك فى كونه مضارباً.

وهناك فريق أخير. أولئك هم المستثمرون الذين يسارعون إلى الاكتتاب فى الاصدارات الجديدة للشركات المساهمة وتمثل مدخراتهم إضافة جديدة لثروة المجتمع وهم لا يشترون الأسهم بقصد إعادة بيعها وإن باعوها.

طرق وأساليب تنفيذ العمليات "methods of trading"

لو أن أحد المدخرين قرر أن يستثمر مبلغاً من المال فى شراء أوراق مالية، ولم يسبق له أن عرف طريقه إلى أسواق الأوراق المالية. ذلك أنه كان قد أعتاد- بحكم إنتشار العادة المصرفية- أن يودع كافة مدخراته فى أحد البنوك الربوية التى تضمن له عائداً ثابتاً على مدخراته خال من المخاطرة ولا يرتبط بأوجه النشاط التى يمارسها ولا العوائد التى يحققها فان أول تساؤل يثور لدى هذا المدخر يدور حول الكيفية التى يشترى بها الأوراق المالية التى ينوى hستثمار أمواله فيها, ولا يلبث هذا المدخر أن يجد الاجابة على تساؤله فى الاختيار بين أسلوبين عليه أن يفاضل بينهما ويفضل.

الأسلوب الأول:

أن يتوجه إلى البنك الذى يتعامل معه ويصدر إليه التعليمات بشراء الأوراق المالية التى يرغب فى استثمار أمواله فيها، وسيقوم البنك فى هذه الحالة بكافة الإجراءات بالنيابة عن العميل وفى حدود التعليمات التى تلقاها منه.

الأسلوب الثانى:

أن يتصل مباشرة بأحد بيوت السمسرة Brokerage houses المتخصصة فى بيع وشراء الأوراق المالية. وهنا تثور المشكلة الثانية أمام العميل والتى تتمثل فى اختيار السمسار الذى سيقوم بصفته وكيلا عنه بتنفيذ أوامره، والذى يستطيع أن

يحصل لعميلة على أفضل الأسعار بائعاً كان أم مشترياً، ويقدم له أفضل الخدمات. وسيسعى العميل للبحث عن السمسار المالى المشهود له بالكفاءة والأمانة والسمعة الطيبة والذى يقوم حينئذ بدور المستشار المالى والاقتصادى للعميل(١) فيوجهه دائما لما فيه مصلحته. وينبغى أن يكون هذا السمسار قادراً فى جميع الأوقات على أن يمد عميله بكافة المعلومات المتاحة عن السوق وإتجاهاتها والأوراق التى يرغب فى شرائها ومدى سلامة المراكز المالية لشركاتها. كما ينبغى أن يكون السمسار فوق كل الشبهات فلا يكون من أولئك الذين يدفعون عملاءهم للبيع أو الشراء لمجرد التربح والحصول على مزيد من العمولات والأتعاب. أو بغرض التأثير على إتجاهات الأسعار، أو المماطلة فى تنفيذ أوامر العملاء بدعوى التريث لحين تحسن مستوى الأسعار، على حين أن الأمانة ربما كانت تقتضى سرعة تنفيذ أوامر هؤلاء العملاء.

أنواع الأوامر Types of orders

فإذا ما قرر العميل أن يصدر أمراً للسمسار بالبيع والشراء فإن من مصلحته -ولا ريب- أن يلم بأنواع الأوامر التى يمكن اعطاؤها للسمسار، وغنى عن البيان أن إحاطة المستثمر وإلمامه بهذه المعلومات من شأنه إبانة المقاصد على وجهها الصحيح بحيث لا يساء فهمها وكذلك دعم قدرة السمسار على التنفيذ.

وقد لوحظ أن معظم المستثمرين يفضلون التعامل وفقا لسعر السوق "at the market"رغم إختلاف الميول والنزعات.

ويمكن تقسيم الأوامر إلى نوعين رئيسيين(٢).

(1) Choose a broker in whom you have full Confidence, give him all your business. let him know your investment plans, get his advice, but after all use your own head and make your own Decisions. (Dice, op. cit p 66)

(2)The market order instructs the broker to buy or sell immediately at the price available to the Customer. this means to buy at the Iowest price or to sell at the highest possible price (robert wessel op. cil. p. 214).

الأول: أوامر صادرة وفقا لسعر السوقMarket orders .

الثاني: أوامر صادرة بسعر محدد Limit or Limited orders وكلا النوعين قد يكون بيعاً أو شراءً.

أما بالنسبة للنوع الأول وهى الأوامر الصادرة بسعر السوق، والتى اصطلح الفنيون على تسميتها"at the market" "au miex" فهى أبسط أنواع الأوامر التى يتلقاها السمسار من عميله بل وأكثرها شيوعاً فى مختلف الأسواق ولعل السر فى ذلك يكمن فيما يراه بعض الفنيين أن هذه الأوامر واجبة التنفيذ الفورى وأنه من المتوقع دائما أن يقوم السمسار فور تلقيه الأمر بتنفيذه، أن يبذل قصارى جهده من أجل الحصول لعميله على أحسن سعر ممكن، ونظراً للسرعة التى يتم بها تنفيذ هذه الأوامر أطلق عليها الأوامر الفورية Immediate orders(١)

وأما بالنسبة للنوع الثانى من الأوامر Limited orders وهى التى تتضمن أسعارا محددة للأوراق المعروضة للبيع أو تلك المطلوبة للشراء من جانب العميل، فهى على هذا النحو على النقيض من النوع الأول، حيث لا يترك تحديد الأسعار لاتجاهات السوق وظروفه(٢).

إلا أن ثمة خلاف يدور حول الأوامر الفورية واندراجها تحت أى من النوعين السابقين. فبينما يرى فريق من الكتاب أن الأوامر الصادرة بسعر السوق هى أوامر فورية وواجبة التنفيذ فى الحال(٣) يحذر فريق آخر من الخلط بين الأوامر

---

(1) Fredric Amling op. cit p. 273. -
- Dice, op. cit, pp. 67:69.
- Robert wesse L, op. cit. p. 215.

(2) Customers who are interested in buying or selling are never satisfied with current market price. limit orders continue in force what- ever period the customer specifies (Robert H. wessel. op. cit. p. 212.
A limit or limited order specifes the price at which stock is to be bought or sold. this is in contrast to the market order in which no price is specified (Amling op. cit. p. 272).

(3) - Robert Wesrel, op. cit p 214 .

الصادرة بسعر السوق market orders والأوامر الفورية immediate ويرى هذا الفريق أن النوعين ليسا شيئاً واحداً وإنما شيئان مختلفان. فالأمر الفورى على خلاف الأمر الصادر بسعر السوق لا يترك فيه تحديد الأسعار لإتجاهات السوق وإنما يحدد العميل فى الأمر الذى يصدره أسعار الأوراق التى يرغب فى بيعها أو شرائها ويحمل الأمر صيغة التنفيذ الفورى كما جرت العادة على الوجه التالى.

«اشتروا لى فوراً مائة سهم من أسهم الشركة بسعر ٢٥٠٠ (قرش)».

"Buy 100 shares of "A" Common at 2500 p. t. immediatly"

فإذا كان سعر السوق يتجاوز هذا السعر يقوم السمسار بالغائه ويخطر العميل بظروف السوق.

وعلى ذلك يمكن التفرقة بين الفورية فى النوعين(١) ونقصد بذلك الفورية العفوية غير المنصوص عليها فى الأوامر الصادرة بسعر السوق والفورية المنصوص عليها صراحة فى الأوامر محددة السعر، أنه بالنسبة للأوامر الصادرة بسعر السوق فإن هذه الأوامر يتم تنفيذها عادة فور وصولها إلى ردهة البورصة The trading floor نظراً لتحرر هذه الأوامر من القيود التى تعوق سرعة تنفيذها، حيث يترك تحديد السعر لظروف السوق وحركة اتجاه الأسعار، ولذلك فإن الفورية التى تكتسبها هذه الأوامر تأتى بطريقة عفوية وتلقائية ومن خلال التزام السمسار بتنفيذ الأمر بأفضل سعر يمكن التوصل إليه.

والأمر على خلاف ذلك فى الأوامر محددة السعر إذ يأتى النص فيها صريحاً وواضحاً بوجوب تنفيذها بصفة فورية بالسعر المحدد بالأمر فإذا استحال ذلك على السمسار قام بالغائه وأخطر العميل بظروف السوق.

إلا أن إصدار الأوامر على الوجه المتقدم قد يفضى إلى النزاع بين العميل

(1) The meaning of the word immediate is that the broker must execute the order at once if he can, if not must Cancel it and report the market. the immediate order must be Confused with the market order. the market order is executed at once at the best price then obtainable. (Dice, op. cit. p. 68).

والسمسار فقد يختلف المفهوم عن المقصود نظراً لقصور البيانات عن أداء المعنى المقصود. ولتوضيح ذلك نفرض أن أحد العملاء أصدر أمراً لأحد بيوت السمسرة في مصر لشراء مائة سهم من أسهم شركة النصر للملابس والمنسوجات «كابو» بسعر ١٠٠٠ قرش وأن سعر الإقفال السابق وفقا لنشرة الأسعار الرسمية يوم ١٩٨٩/١/١٠ كان ١٠٣٠ قرشا «بائع» وبفرض أن السعر لم يتراجع إلى ١٠٠٠ قرش، فهنا يثور التساؤل هل يعتبر أمر الشراء سارى المفعول بعد هذا التاريخ، وإذا كان الأمر كذلك يصبح السؤال ولمتى؟

حقيقة الأمر أن أمر البيع أو الشراء إذا جاء خاليا من البيانات التى تحدد مدة سريانه يعتبر صالحاً لمدة يوم واحد good for one day بينما قد يختلف المقصود عن المفهوم، وسيضطر السمسار -إذا اقتضى الأمر- إلى تأويله interprete وفقا للأعراف الجارية وهو غير متيقن مما يقصده العميل، وفى أغلب الأحوال يعيد السمسار الأمر إلى العميل لكى يستوفى الأخير بيان مدة سريان الأمر درءًا للشقاق والخلاف وحفاظا على مصلحة العميل.

ولذلك جرى العرف والعادة على تحديد فترات معينة Customary periods تمثل فترة سريان الأوامر الصادرة من العملاء بسعر محدد سواء كانت بيعاً أم شراءً ويطلق على الأمر فى هذه الحالة Time order وتفصيل ذلك على الوجه التالى:

أولا: بالنسبة الأوامر الصادرة بسعر السوق market orders فيتم تنفيذها فوراً بسعر السوق ولذلك فليس هناك مدة لسريانها(١).

ثانيا: أوامر سارية المفعول ليوم واحد Day orders :-

---

(١) على الرغم أن مدة سريان الأمر إنما تتعلق بالأوامر محددة السعر limited orders على أساس أن الأوامر الصادرة بسعر السوق يتم تنفيذها فور وصولها إلا أن ذلك لا ينطبق على الأسواق الضيقة أو الضحلة وتلك التى تتميز بالضيق والضحالة معا حيث يستغرق تنفيذ هذه الأوامر بعض الوقت ويعتبر ذلك استثناء من الأصل العام الذى جرى عليه التعامل فى مختلف الأسواق ويتم بالتالى تحديد مدة لسريان الأمر الصادر بسعر السوق فى مثل هذه الأسواق.

وهذه الأوامر صالحة لليوم الذى صدر فيه الأمر فقط good for one day .

ثالثا: أوامر سارية المفعول لتاريخ معين ويتم إلغاؤها تلقائيا بعد هذا التاريخ .

رابعا: أوامر سارية المفعول لمدة أسبوع good this week G. T. W. .

خامسا: أوامر صالحة لمدة شهر good this month G. T. M. .

سادسا: أوامر سارية المفعول حتى التنفيذ أو الإلغاء G. T. C .

good till Completed (open orders)

ويثور التساؤل بالنسبة لهذا النوع من الأوامر أنه إذا كانت هذه الأوامر سارية المفعول حتى التنفيذ أليست هناك حدود قصوى لفترة سريانها، وهذا السؤال لا يطرح نفسه على الدارسين والباحثين فحسب، بل وعلى الممارسين والمتعاملين فى أسواق الأوراق المالية وخاصة فى البلدان حديثة العهد بالبورصات. والإجابة على ذلك تخلص فى أن معظم بيوت السمسرة فى الولايات المتحدة والدول الرأسمالية عامة دأبت على أن تعزز فى نهاية كل أسبوع الأوامر المفتوحة open orders الصادرة إليها من العملاء والسارية المفعول حتى التنفيذ أو الإلغاء وذلك من خلال اخطارات بريدية يتم توجيهها لهؤلاء العملاء، فإذا انقضت ثلاثة أشهر ولم يتم تنفيذ أو إلغاء أمر لأحد العملاء، يتلقى العميل حينئذ تعزيزاً من السمسار بالأمر المذكور ويطلب من العميل التوقيع على هذا التعزيز واعادته إلى مكتب السمسار إذا ما كان راغباً فى استمرار سريان الأمر، فإذا ما وقع العميل على التعزيز واعاده لمكتب السمسار امتد سريان الأمر ثلاثة أشهر أخرى، وفى حالة عدم اعادته فإن السمسار يقوم بالغائه تلقائيا ودون حاجة للرجوع إلى العميل(١).

---

(1)It is Customary in some brokerage offices to send out each friday through the mails a confirmation stating that the customer has certain orders "in open" At the end of three months.. Dice, op, cit. p. 68.

- الأوامر بوقف الخسارة stop loss orders

وهناك نوع أخير من الأوامر هو خليط Combination من الأوامر محددة السعرLimited orders والأوامر الصادرة للتنفيذ بإحسن سعر وهذه الأوامر هى التى اصطلح على تسميتها stop orders or stop loss orders

وهذا النوع من الأوامر تكاد تنعدم فرص إصداره فى الأسواق غير الرأسمالية العالمية. وتفصيل ذلك ان حاملى الأسهم كما يحدوهم الأمل دائماً فى تحقيق كسب سريع اذا ما إرتفعت أسعار الأسهم التى فى حيازتهم، فكثيرا أيضا ما ينتابهم القلق خوفاً من هبوط الأسعار هبوطاً متوالياً يترتب عليه ضياع جزء كبير من ثرواتهم، ويزداد هذا القلق الى حد التوتر والاضطراب اذا ما كان من المحتمل أن يفقد العميل اتصاله بالسمسار وبالتالى قدرته على متابعة الأسعار. وليس بمستغرب أن تتصور أحد أثرياء المجتمع الامريكى وقد خرج فى رحلة لصيد الأسماك فى خليج هودسون أو لصيد الحيوانات فى أفريقيا الوسطى، فى مثل هذه الظروف يصبح بوسع العميل بل وينبغى عليه استخدام هذا الأمر فيحدد سعراً أدنى من سعر السوق الجارى والفرق بين السعر الذى يحدده وسعر السوق فى ذلك الحين يمثل حدود الخسارة التى بوسعة تقبلها أو بامكانه تحملها، فاذا انخفض السعر الى هذا المستوى يتحول أمره، stop loss order الى market order أى أمر بيع باحسن سعر ممكن(١).

ولو إفترضناأن دبلوماسيا مصرياً هو أحد كبار المساهمين فى الشركة المصرية للدواجن «اجيبكو» وأن أسفار هذا الدبلوماسى تحول أحيانا دون متابعته لأسعار السوق، وبفرض أن المستثمر المذكور خرج فى أحد أسفاره يوم ١٩٨٩/١/١١ وكان سعر الإقفال فى اليوم السابق - وفقا لنشرة الأسعار الرسمية لسوق الأوراق المالية - لأسهم هذه الشركة هو ١٤٢ قرشاً.

---

(1) Sometimes security holders becom deeply Concerned lest the prices of their shares decline sharply, thereby, Causing them to sustain severe losses. The customer may be out of touch with his broker, and therefore in no position to take quick action should a break in the market occur under such Condition A stop loss order could be employed. The Customer sets a price below the current market.. (Robert wessel, op. cit. p 215.)

ونظراً لما لاحظه من توالى نزول أسعار الأسهم طوال العام الميلادى السابق على أثر الإعلان عن المركز المالي للشركة وتدهور ربحيتها، أصدر للسمسار أمراً قبل سفره بإيقاف الخسائر وبيع الأوراق إذا بلغ السعر ١٣٩ قرشا. فاذا إنخفض السعر الى القيمة التى حددها العميل الى ١٣٩ قرشا يتحول أمر هذا الدبلوماسى من stop loss order الى market order أى إلي أمر بيع بالسعر الجارى حينئذ. وقد يختلف سعر البيع عن السعر المحدد فى أمر العميل stop loss order ولا غرابة فى ذلك فما أن يبلغ السعر ١٣٩ قرشا إلا وتجرى عمليات جديدة على أساس السعر الجديد بعد التراجع وقد يكون أعلى سعر طلب شراء فى هذه الحالة اعلى او ادنى من السعر بعد التراجع الا أن هذه الفروق غالبا ما تكون زهيدة.

وقد عرفت أسواق الأوراق المالية فى مصر العديد من صور أوامر البيع والشراء والتى تختلف فى صيغتها من أمر لآخر ولكنها لا تخرج عن كونها تفريعا للأوامر المتعارف عليها والتى تصدر فى أى بلد فى العالم، وهى الأوامر الصادرة بسعر السوق أو تلك الصادرة بسعر محدد، الا أنه من المشاهد فى الوقت الحاضر إندثار العديد من صور هذه الأوامر، وارتبط ذلك على أرجح الأقوال بانقراض الرأسمالية الوطنية التى كانت تعرف طريقها دائماً الى أسواق الأوراق المالية وكذا بإصدار القوانين الاشتراكية والتى كان لها أسوأ الأثر على بورصتى الاوراق المالية وبالقاهرة والاسكندرية وكان من ثمارها أن تحولت سوق الأوراق المالية فى مصر إلى جسد لا حياة فيه عاجز عن التقاط أنفاسه الا بالقدر الذى يسمح ببقائه كالرجل المريض، على ان اندثار هذه الصور من أوامر البيع والشراء وإختفائها من حياة هذه الأسواق لا ينفى إمكان إصدار مثل هذه الاوامر بل وأى صور مستحدثة لأنها لا تخرج عن الاصل العام فى كون الأمر بسعر السوق أو بسعر محدد.

ومن صور أوامر البيع التى كانت سائدة الصور الاتية(١):

---

(١) مليكة عريان – عمليات بورصات الأوراق المالية والبضاعة الحاضرة والكونتراتات سنة ١٩٢٤

الأوامر الصادرة احسن سعر	au mieux
الأوامر الصادرة بسعر محدد	au Prix Fixe
الأوامر الصادرة بسعر الفتح	au prix d'ouvrture
الأوامر الصادرة بسعر الإقفال	au prix du cloture
الأوامر الصادرة حسب إختيار السمسار	a votre choix

بقى بعد أن يلم العميل بأنواع الأوامر التى يمكن إصدارها للسمسار وإدراكه لمزية كل منها، أن يفاضل بينها ويفضل بعد إمعان النظر فى ظروف السوق وإتجاهات حركة الأسعار وتقلباتها ثم يصدر الأمر المناسب.

إعطاء الأمر Giving The Order

تبدأ العملية عادة باتصال المستثمر ببيت السمسرة الذى وقع عليه إختياره وقد يكون الإتصال شخصيا in person وهذا هو المسلك الأكثر شيوعاً وقد يكون هاتفياً إذا ما كان العميل معروفاً لدى بيت السمسرة Brokerage house فاذا ما اتجه العميل الى مكتب السمسار إستقبله الموظف المسئول والموجود دائماً فى هذا المكان لتلقى أوامر العملاء، فاذا ما ابلغه العميل برغبته فى شراء الأسهم التى قرر أن يستثمر فيها جزءً من مدخراته، واستخدم العميل هنا كما جرت العادة العبارة التقليدية التى صارت مصطلحاً فى الدول الغربية "I should like to place an order" فإن الموظف المسئول لن يكلف العميل من الجهد ما يزيد على التوقيع على أمر الشراء ويعتبر العقد منذ توقيعه وقبوله من جانب المكتب عقداً بين طرفين يوجب إلتزامات محددة على كلا الطرفين(١).

---

(1) An order to buy or sell, is a contract between two parties.
The stock exchange has Provided ways and means to Compel members to keep this contract. It also protects members from loss due to default of Contracts by other members in so far as Practicable. (Charles Amos Dice, Eitman op. cit. p.p 70 - 71.

يقوم الموظف المسئول على أثر ذلك بتسجيل الأمر فى سجلات المكتب ثم يبادر بابلاغة هاتفياً الى أحد موظفى المكتب الموجودين بالبورصة خصيصاً لهذا الغرض. والى هنا فليس ثمة خلاف بين الإجراءات أو الخطوات التى تسبق عملية تنفيذ الأوامر فى مختلف البورصات.

فاذا تصورنا أنفسنا الآن فى بورصة الأوراق المالية بالقاهرة فسوف يكون بوسعنا ملاحظة موظفى مكاتب السمسرة الموجودين فى البورصة فى الأماكن المخصصة لهم وهم يستقبلون الأوامر التى ترد اليهم من مكاتبهم من خلال الاتصال الهاتفى وقيامهم بابلاغ السمساسرة أو مندوبيهم الرئيسيين - الموجودين حول المقصورة - بهذه الأوامر للعمل على تنفيذها.

ورغبة منا فى توسيع دائرة المعرفة فلا مناص من قفزة ننتقل بها من نطاق البورصات المحلية بمعاملاتها المحدودة وإمكاناتها المتواضعة الى البورصات العالمية ذات الإمكانات غير المحدودة والمعاملات اليومية التى توصف - بلغة العصر - بأنها فلكية لا بأس اذن أن نتصور أنفسنا الآن فى بورصة وول ستريت فى الولايات المتحدة الأمريكية لنتابع عن قرب الخطوات التى تسبق تنفيذ العمليات ثم نتناول بعد ذلك الكيفية التي يتم بها تنفيذ هذه العمليات.

من المعلوم أن لكل بيت من بيوت السمسرة عدد من الموظفين بعضهم فى المكتب الرئيسى وبعضهم فى المكاتب الفرعية، البعض الآخر داخل اسواق الأوراق المالية، والجميع يتعاونون على تنفيذ أوامر البيع والشراء التى ترد الى المنشاة من سائر العملاء.

فاذا بدأنا من حيث سبق أن انتهينا أى الى قيام الموظف المسئول بمكتب السمسرة بإبلاغ الأمر الى البورصة واستقباله بمعرفة الموظف المنوط به تلقي الأوامر فانه سيكون بوسعنا أن نلاحظ الاتى:

١- قيام الموظف التابع لبيت السمسرة فور تلقيه لأحد الأوامر فى مقره بالبورصة

من خلال الاتصالات الهاتفية بابلاغه بذات الاسلوب الى أحد موظفى المنشأة[١] الموجودين فى ردهة البورصة Trading floor بالقرب من المقصورة التى يتم فيها تنفيذ الأوامر[٢] Trading Post

٢- يقوم الموظف المذكور بتسجيل الأمر على بطاقة مخصصة لهذا الغرض ويناولها الى السمسار فاذا لم يكن السمسار موجوداً حول المقصورة يقوم هذا الموظف باستدعائه عن طريق اللوحات المضيئة.

٣- فور تسلم الأمر يعمل على تنفيذه بأفضل سعر ممكن اذا ما كان الأمر صادراً للتنفيذ بسعر السوق market order أما اذا كان الأمر محدداً limited or-der فإن السمسار يقوم فى هذه الحالة بتحويله الى أحد المتخصصين والذين يطلق عليهم فى الولايات المتحدة الامريكية specialists وهم اولئك الذين يجمعون بين وظيفة السماسرة والديلرز Dealers - على النحو الذى سنفصله فى موضعه فى هذا الفصل - حيث يقوم هذا الاخير بتنفيذه عند اول فرصة مواتية وفقاً للسعر الذى حدده العميل[٣].

---

(١) إن اختيار الموظف - الذى تلقى الأمر بمقر الإتصالات الهاتفيه - لأحد الموظفين التابعين لبيت السمسرة لتلقى الأمر عنه لا يتم بطريقة عشوائية وإنما على أساس أن هذا الموظف الموجود بردهة البورصة أقرب الى المقصورة وتفصيل ذلك أن الأوراق المقيدة فى السوق تتوزع على عدد من المقصورات Trading posts كل مقصورة منها تختص بعدد معين من هذه الإصدارات بحيث لا يتم التعامل فى إحدى هذه المقصورات على الأوراق المتعامل عليها فى المقصورة الأخرى.

(٢) المقصورة لغة أصلها القصر وهو الحبس ومنها قصر بهم الليل اذا حبسهم وكذلك حور مقصورات فى الخيام والمقصورة اذن إذا خلصوا فلم يخطالهم غيرهم من قومهم (لسان العرب لابن منظور).
واصطلاحا لا يختلف عن المعنى اللغوى فالمقصورة مكان مميز داخل البورصة يحظر على الجمهور دخوله (فهو الحبس ومنع المخالطة) وتتحدد الاشخاص الذين لهم حق إرتياد المقصورة. وقد عرف المشرع المصرى المقصورة بأنها المكان الذى تعينه لجنه البورصات فى دار البورصة لتنفيذ اوامر البيع والشراء.
د. رضا عبيد - القانون التجارى ط سنة ١٩٨٤».

(3) If the order is not a market order calling for imemediate action the broker turns it to an oppropriate specialist who will excute it when an indicated price is reached.
(Encyclopaedia Britannica op. cit. pp 450-451).

٤- بعد إتمام العملية يقوم السمسار بتسجيل السعر على البطاقة التى يتسلمها من الموظف المختص ويسجل عليها إسم السمسار الآخر الذى اشترك معه فى تنفيذ العملية.

٥- يقوم السمسار الذى قام بالتنفيذ بالتوجه إلى حجرة الهاتف"phone booth" حيث يسلم هذه التعليمات الى موظف التليفون والذى ينقلها بدوره الى المكتب المركزى «المكتب الرئيسى للسمسار».

٦- يقوم المكتب المركزى عن طريق التليتيب Teletype بإبلاغ هذه المعلومات الي المكتب الفرعى.

٧- يقوم المكتب الفرعى بإبلاغ العميل بأنه قد تم تنفيذ الأمر ويوافيه بفاتوره موضح بها السعر الذى تم به التنفيذ وكذلك الكمية المشتراه أو المباعة طبقا للأمر الصادر الى المكتب.

٨- آخر خطوة فى هذه الإجراءات هى عملية الانتقال الحقيقى Actual transfer لصكوك الأسهم من البائع الى المشترى والوفاء بمقابل الشراء من المشترى إلى البائع وتتم هذه العمليات عن طريق غرفة المقاصة والتى قد تكون جهة خارجة عن البورصة[١].

وأما اذا كانت نية العميل هى عدم تسليم الأسهم المباعة أو عدم استلام الاوراق المشتراه بحيث لا يترتب على عقد هذه الصفقة انتقال حقيقى للأصول المالية المباعة فان قوانين نيويورك[٢] تعتبر العملاء فى هذه الحالة مقامرين على الفروق، ولذلك

---

(١) وفى مصر تقضى المادة ٣٥ من اللائحة الداخلية لبورصة الاوراق المالية، أن تجرى المقاصة بين السماسرة الدائنين والمدينين بعد أن يحدد مركزهم تسوية العمليات بواسطة غرفة مقاصة، وللجنة البورصة أن تعهد بأعمال غرفة المقاصة الى نقابة السماسرة أو الى أحد المصارف وتقرر القواعد التى يجب أن تسير عليها الغرفة.

(٢) من المعروف أن بورصة وول ستريت توجد فى مدينه نيويورك وبالتالى تخضع كافة العمليات فيها لأحكام هذه المدينه.

تعتبر هذه العمليات غير نافذه المفعول ولا شك أن الامر الصادر من العميل ينطوى ضمناً على نية العميل فى انتقال الأوراق حقيقاً انتقالا حقيقياً من حيازة البائع الى حيازة المشترى[1].

طريقة التنفيذ فى المقصورة

لما كانت طرق او اساليب تنفيذ العمليات Methods of execution ليست واحدة فى جميع البورصات فلا مندوحة من التصدى للكيفية التي يتم بها تنفيذ العمليات فى مختلف الأسواق، فقد يكون من التوفيق والبعد عن التلفيق أن نتناول هذه المسألة فى ثلاث، نرى ان الجمع بينهم لا يبقى بعده وجه الاختلاف.

الاولى: أسواق الأوراق المالية المحلية.

الثانية: أسواق الأوراق المالية فى الدول الأوروبية ونختار منها سوق لندن.

الثالثة : أسواق الأوراق المالية الأمريكية

اولا: أسواق الأوراق المالية فى مصر:

يقوم بعض السماسرة عادة قبل إفتتاح الجلسة بعشر دقائق بتسليم البطاقات التى دونوا عليها عروض البيع أو طلبات الشراء - المكلفين بالتعاقد عليها من قبل العملاء - الى الموظف المنوط به وضع جدول الأسعار، وهذا المسلك من جانب السمسار ليس مبعثه الجبر والإلزام وإنما يحقق لهم حق الأولويه فى التنفيذ عند تساوى الكميات المطلوبه والمعروضة وتساوى الأسعار أو كون أسعار الطلبات أعلى من أسعار العروض، أو كون أسعار العروض أدنى من أسعار الطلبات.

- يقوم موظف الجدول بتدوين كافة عروض وطلبات الأوراق المالية والأسعار

(1) If it is the intentin of Customers not to deliver stock sold, or not to receive stock bought so that the Transacrion involves no transfer of stock, The New Yourk laws hold that such customers are gambling in difference and that such transactions are invalid. The order by the customer implies an intention that stock shall be transfered from sellers to buyers.
(Dice. op. cit. p. 70).

المحددة لكل منها على اللوحه المعدة خصيصاً لهذا الغرض بالقرب من المقصورة ويمتنع عن تسلم البطاقات عندما يدق أول جرس لإقفال الجلسة(١).

- عند بدء العمل يشرع السماسرة وأعوانهم فى المناداة بأعلى أصواتهم باسماء الأوراق المالية التى يطلبونها للشراء أو يعرضونها للبيع وغالبا ما يسرون نواياهم فلا يدرك الآخرون إن كانوا بائعين أو مشترين حتى لا يستغل ذلك من جانب السماسرة الآخرين فى فرض سعر عليهم ليس فى مصلحة عملائهم. ويظل السمسار فى ترديد إسم الورقة الى أن يستدعى سمع سمسار آخر يكون مكلفاً من قبل عملية بشراء أو بيع نفس الورقة فتجرى بينهما المداولات للاتفاق على السعر وغالبا ما يلجأ السمساران الى ثالث لاخباره بنية كل منهما بائعاً كان أو مشترياً فاذا ما كان السمساران بائعين أو مشترين، لم يكن فى هذه الحالة ثمة وجه للتعاقد بينهما وأما اذا كان احدهما بائعاً والآخر مشترياً تمت الصفقة.

- يجرى تدوين العمليات فور التعاقد عليها فى دفتر الجيب الصغير ويوقع كل من الطرفين علي دفتر الآخر كأول دليل على التعاقد.

- تحرر بطاقة لكل عمليه تعقد ويوقعها الطرفان ويسلمها المشترى الى الموظف المختص بالمقصورة ويوضح بهذه البطاقة اسم المشترى واسم البائع وكمية الأوراق محل التعامل ونوعها وسعرها(٢).

---

(١) تقضى المادة (١٦) من اللائحة الداخلية باعتبار الطلبات والعروض التى تظل الى آخر الجلسه دون تعاقد عليها أسعار إقفال اذا كان سعر الطلبات أعلى وسعر العروض أدنى من آخر سعر دون فى الجدول على ان يذكر بجانب سعرها إحدى كلمتى (مشتر أو بائع) حسب الإقتضاء.
هذا وقد أدخل حديثاً نظام شاشات الكمبيوتر حيث يجلس مندوبو شركات السمسرة وأمام كل منهم شاشة متصلة بوحدة رئيسية فى هيئة سوق المال، ويتمكن من خلالها مندوبو هذه الشركات من تسجيل عروض البيع أو طلبات الشراء.

(٢) يس عيد السيد بورصة الأوراق المالية بالقاهرة عام ١٩٤٩ (جمعية الاقتصاد والتشريع).

ثانيا: تنفيذ العمليات في بورصة لندن.

تتبع بورصة لندن London stock exchange نظاماً فريداً -unique sys tem[1] من السماسرة والجوبرز Jobbers وهو الأمر الذى يميزها عن سائر بورصات العالم فى طرق وأساليب تنفيذ العمليات ذلك أن سوق لندن ليست سوقاً للمزاد العلنى auction market اذا جاز التعبير - كأغلب أسواق العالم حيث ان اسلوب التعامل فى هذه السوق هو التفاوض والمساومة negotiatin and bar gaining والسمسار فى بورصة لندن - خلافاً لدوره المتعارف عليه في شتى بورصات العالم لا يقوم بتنفيذ العمليات وإنما يقتصر دوره على الوساطه بين العميل والجوبر (Jobber) والذى يشبه تاجر الجملة فى الأسواق السلعية "wholesaler" حيث لا يتعامل هذا الأخير مع الجمهور- وإنما يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية لحسابه وإن كان يعمل بإسم وتحت مسئولية أحد السماسرة.

وقد يثور التساؤل فلمن يبيع الجوبر"Jobber" وممن يشترى والإجابة علي ذلك أنه لا يتعامل سوى مع اقرانه من السماسره فيبيع اليهم أو يشترى منهم[2].

أما خطوات التنفيد فتتم على الوجه التالي:

١- يعطى العميل أمرا إلى أحد بيوت السمسرة الذى وقع اختياره عليه.

٢- يقوم بيت السمسرة على الفور بإبلاغه إلي السمسار بالبورصة للعمل علي تنفيذه.

٣- يقوم السمسار فور تلقيه لأمر العميل - من مكتبه - بالتوجه الى المقصورة

---

(1) Encyclopedia Britannica op. cit. p. 451

(٢) استخدام لفظ المياوم ليقابل كلمة Jobber فى المراجع التالية ولكننا لا نجد لذلك أصلاً.

أ- مليكه عريان: عمليات بورصات الأوراق المالية والبضاعه الحاضره الكونترانات مشروحه ومصورة سنة ١٩٣٤.

ب- يس عيد السيد - بورصة العقود والقطن وكذا بورصة الأوراق الماليه فى مصر.

جـ - د. مقبل جميعى الأسواق والبورصات

د- حسين تيمور بك: البورصات وتجارة القطن.

٣- يقوم السمسار فور تلقيه لأمر العميل - من مكتبه - بالتوجه الى المقصورة trading post التي يتم فيها التعامل علي الورقة المطلوب التعاقد عليها قاصداً أحد الجوبرز Jobbers الموجودين حول المقصورة والمتخصصين في التعامل على هذه الاوراق.

٤- يستعلم السمسار من الجوبر عن الأسعار الجارية للأوراق المالية التي يعينها ولكن دون أن يكشف عن نواياه ان كان راغباً فى البيع أو الشراء.

٥- ما أن يقف السمسار على أسعار البيع والشراء من الجوبر حتى يبدأ معه التفاوض والمساومة بهدف تضييق الفجوة أو الفروق بين سعرى البيع والشراء To narrow the spread between the bid and ask.

فإذا لم يفلح فسوف يلجأ الى جوبر آخر ويبدأ معه أيضاً عملية المساومات الى أن يستشعر الرضا وأنه قد حصل على أفضل سعر ممكن، حينئذ سيتم الصفقه لحساب عميله.

٦- يتقاضى السمسار عمولة Commission من عميله وأما الجوبر Jobber فانه يسعى دائماً الى تعظيم أرباحه من خلال تعديل أسعار البيع والشراء كلما كان هناك مقتضى لذلك.

هذا عن سوق لندن واما الأسواق العالمية الأخرى سواء الأوربية او الأمريكية والتى نخص بالذكر منها هنا بورصة باريس وبروكسل وكوبنهاجن وستوكهولم وزيورخ فانه على الرغم من اختلاف سبل التطبيق فيها من بورصة لأخرى إلا أن هذه البورصات تلتزم جميعا بنظام المزاد العلنى.

أسلوب تنفيذ العمليات في البورصات الأمريكية

تناولنا في الصفحات السابقة الكيفية التى يتم بها تداول الأمر الصادر من العميل في بورصة وولستريت "Wall Street Stock Exchange" وتعقبنا الأمر وإقتفينا أثره منذ لحظة تلقى بيت السمسرة الأمريكى للأمر الى أن يتم ابلاغ

العميل بتمام التنفيذ ونتناول فيما يلى الكيفية التى يتم بها تنفيذ الأمر بما يحقق مصلحة العميل من خلال الحصول له على أفضل سعر ممكن"Best possible Price" مالم يكن الأمر محدد السعر(١).

دعنا نتصور الآن أن السمسار الأمريكى قد تلقى من خلال معاونيه بالبورصة أمراً صادراً الى منشأته بشراء مائة سهم لشركة جنرال اليكتريك General Electricبأحسن سعر. فور تلقى الأمر سيقوم السمسار بالإتجاه الى المقصورة Trading Postالتى يجرى التعامل فيهاtrading على الأوراق المذكورة وبمراجعة السمسار للأسعار المعلنه تبين له أنه قد تم تنفيذ عمليات لهذه الشركة بسعر ٦٢ ١/٨ دولار لذلك فان السمسار لا يداخله أدنى شك - ما لم تكن الظروف القائمة غير طبيعية أنه سوف يكون بإمكانه تنفيذ العمليه بسعر قريب من هذا السعر، حينئذ يبدأ السمسار بالمناداة معلنا إسم الشركة جنرال اليكتريك مستخدماً الاصطلاحات المتعارف عليها في السوق"what is G-E" وهو بهذه العبارة يستفسر عن السعر المعروض والمطلوب فى المقصوره. فيرد أحد المحترفينfloor traders الموجودين حول المقصورة بأن السعر ٦٢ الى ١/٤ ٦٢(62 to 1/4) واستخدام المصطلحات المختصرة على الوجه المتقدم (abbreviated terminology) يهدف الى توفير الجهد خاصة فى ظل سوق يموج بالمعاملات ويتزاحم ويتنافس فيه المتعاملون من المستثمرين والمضاربين والمقامرين، ولما كانت الأوامر محل التعاقد مازالت قائمه فان ذلك يعنى انها لم تصادف قبولا حتى ذلك الحين ويوقن سمسارنا فى هذه الحالة أنه لن يكون بوسعه الحصول على الأسهم المطلوبة بسعر ٦٢ دولار ولكنه يثق كل الثقة ان بوسعه الحصول على هذه الاسهم بسعر ٦٢ ١/٨ دولار، ومن ثم تبدأ محاولاته آملاً الوصول الى هذا السعر الأخيرفينادى ٦٢ دولار ، ومن ثم تبدا محاولاته آملاً الوصول الى هذا السعر الأخير فينادى ١/٨ لكل مائة (1/8 for 100) بما يعنى أنه علي استعداد لشراء

---

(1) Robert. H. wessel, principles of financial Analysis. op. cit. p.p 234-231.

مائة سهم بسعر ٦٢ ١/٨ دولار فاذا ما كان هناك سمسار آخر ينافس الآخرين في عملية البيع فمن المحتمل ان يقبل هذا السعر، فاذا ما وجد هذا السعر لديه قبولاحينئذ سوف ينادى باعلى صوته Call out sold بما يعنى موافقته علي أن يبيع بهذا السعر فاذا لم يظهر هذا البائع الذى أبدى استعداده للبيع بسعر ٦٢ ١/٨ دولار فان سمسارنا هنا سوف يقبل ٦٢ ١/٤ دولار وهو واثق تماماً من القبول بهذا السعر.

فور تنفيذ العملية سوف يقوم كل من السمسارين بتسجيل رقم «بادج» الآخر بما يحدد شخصية المنشاة التى اشتركت معه فى تنفيذ العملية. اما العقد الذى تم بموجبه تنفيذ هذه العملية Contract فهو عقد شفهى غير مكتوب وهذا لا يخل بالالتزام فى أعراف البورصات المختلفة، حتى لقد ذهب أحد الكتاب الى القول بالتزام المتعاملين حتى لو كان أحدهم لصاً او محتالاً فى معاملاته خارج ردهة البورصة(١).

ولو إفترضنا أن الامر الصادر الى بيت السمسرة من العميل كان بيعاً ولم يكن شراءً فان الأمر يقتضى من السمسار هنا أن يعرض الأسهم للبيع بذات السعر الذى اشترى به عند افتراضنا الأول أى ٦٢ ١/٨ وسوف ينادى فى هذه الحالة (100 at 1/8)لا شك أن الدافع وراء قبول السمسار لأن يعرض الأوراق بهذا السعر هو قيام سمسار آخر منافس بعرض نفس الورقة بسعر ٦٢ ١/٤ والذى لم يصادف قبولاً من جانب المشترين. فأعرضوا عنه وفى نفس الوقت فانه قد حاول ان يحصل لعميله على فرق مقداره ١/٨ دولار يمثل الفرق بين أسعار الأسهم المعروضة والأسعار المطلوبة فاتخذ رقما بينياً ووسطاً بين السعرين محققاً لعميله هذا الفرق.

---

(1) Paradoxically a man may be a fraud and a thief in his other dealings and at the same time be scrupulously honset, while on the floor of the exhange here a man's word is literally as good as his bond.
Robet wessel op. cit. p 234.

المبحث الثاني

الوسطاء الماليون الذين لهم حق التعامل فى البورصات ومواقف الفقة الاسلامى منهم

المنشآت والأشخاص الذين لهم حق التعامل والوساطة المالية في مختلف أسواق الأوراق المالية

لما كانت طرق وأساليب تنفيذ العمليات فى أروقة البورصات وحول مقصوراتها تختلف من سوق لأخرى كان من الطبيعى أن تتباين التشريعات التى تحكم هذه الأسواق وأن تختلف طبيعة منشآت الوساطة المالية والأشخاص الطبيعية الذين يقومون بتنفيذ العمليات فى مختلف أسواق الأوراق المالية.

ونتناول فيما يلى بقدر ما يحتمل البحث ويتسع المقام نماذج لمنشآت الوساطة المالية فى بعض البلدان والتى يركن إختيارها من جانبنا إلى أسباب موضوعية وهذه البلاد هى مصر والكويت ولندن والولايات المتحدة الأمريكية.

أولاً : الأشخاص الذين لهم حق التعامل والوساطة في أسواق الأوراق المالية في مصر[1]:

(١) السمسار Agent de change (commission broker)

---

(١) بصدور القانون رقم ٩٥ لسنة ٩٢ والذى منح مهلة قدرها ستة أشهر لبيوت السمسرة القائمة لتعديل أوضاعها وفقاً لأحكام هذا القانون والقرارات المنفذة له، وما نصت عليه المادة ١٢٣ من اللائحة التنفيذية لذات القانون من وجوب اتخاذ الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية شكل شركات المساهمة أو التوصية بالأسهم، وما نصت عليه أيضا المادة ١٨ من هذا القانون بأن يكون التعامل فى الأوراق المالية المقيدة بالبورصة بواسطة أحدى الشركات المرخص لها بذلك، وإلا وقع التعامل باطلاً، وأن تضمن الشركة سلامة العملية التى تتم بواسطتها، فى ضوء هذه النصوص، لم يعد للسماسرة ومعاونيهم من الوسطاء والمندوبين الرئيسين وجوداً قانونيا بمسمياتهم تلك، إذا أصبحت الشركة بما تحمله من شخصية معنوية كشركة مساهمة مسئولة عن تنفيذ العمليات وضمان سلامتها، وعلى الرغم من ذلك فقد آثرنا الابقاء على هذه المسميات لما لها من وجود تاريخى وتشريعى أيضا وهو ما يفيد عن دراسة تطور التشريع وفلسفة التغيير فى سوق رأس المال المصرى.

(٢) المندوب الرئيسى — Commis principal

(٣) وسيط له حق التعامل — remisier

(٤) وسيط ليس له حق التعامل

السمسار: السمسار هو وكيل بالعمولة تتوفر فيه كافة الشروط التى تؤهله للقيد فى قائمة السماسرة والتى حددتها اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية وذلك لضمان كفايته المالية ونزاهته واستقامته وقدراته العلمية، والمامه بالنواحى الفنية ويمتنع - بمقتضى القانون - التعامل فى الأوراق المالية دون وساطة السماسرة المقيدين ببورصات الأوراق المالية المصرية، سواء كانت الأوراق المتعامل عليها مقيدة فى جدولى البورصة الرسمى والمؤقت، ام غير مقيدة وهو ما تقضى به المادة ٢٠ مكررا من القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ المضافة بالقانون رقم ١٢١ لسنة ١٩٨١ بأنه «لا يجوز التعامل فى الأوراق المالية سواء كانت مقيدة بجدول الأسعار الرسمى أم خارج الجدول إلا بواسطة أحد السماسرة المقيدين ببورصات الأوراق المالية، ويكون السمسار الذى تتم الصفقة بواسطته ضامنا لسلامة البيع، ويقع باطلا بحكم القانون كل تعامل على خلاف ذلك[(١)].

هذا، وتنص المادة ٧٤ من القانون التجارى على أنه «لا تعد العمليات التى تجرى فى سوق الأوراق المالية صحيحة إلا إذا تمت عن طريق السماسرة المقيدين فى القائمة المعتمدة من لجنة السوق».

وقد جاء فى مذكرة رئيس لجنة سوق الأوراق المالية فى موضوع إمتياز السماسرة فى التعامل فى الأوراق المالية فى ١٧ ديسمبر سنة ١٩٥٣ ما يلى:

«إن قصر التعامل فى القراطيس على المحترفين المقيدين بالسوق لا يعتبر على

---

(١) استحدث القانون رقم ٩٥ لسنة ٩٢ باصدار قانون سوق رأس المال فى المادة ١٨ النص التالى «يكون التعامل فى الأوراق المالية المقيدة بالبورصة بواسطة احدى الشركات المرخص لها بذلك، والا وقع التعامل باطلاً وتضمن الشركة سلامة العملية التى تتم بواسطتها، وتبين اللائحة التنفيذية الأعمال التى يخطر على الشركة القيام بها.

الرغم من تسميته إمتيازاً أو إحتكاراً بالمعنى الدارج للكلمة بل هو إقرار لحالة تتطلب ألا يمارسها إلا المختصون فى السوق وذلك لدقة هذه السلعة وخطورتها فى التداول شأنها فى ذلك شأن تداول العقاقير التى لا يسمح بها إلا للصيادلة المؤهلين(١).

ونظراً لأن سوق الأوراق المالية فى مصر قد إستوحت لوائحها من سوق باريس، فلا غرو أن ينص القانون الفرنسى التجارى فى المادة ٧٦ منه على الآتى:

«للسماسرة وحدهم - كما ميزهم القانون - حق إتمام الصفقات على القراطيس المدرجة وعلى غيرها متى كانت قابلة للتسجيل فى جدول الأسعار.

والقاعدة هى عدم جواز وكالة السمسار عن الطرفين بسبب تعارض المصالح ولكن الشارع فى مصر قد أباح ذلك فى حالة استثنائية فقرر بمقتضى المادة ٣٥ فقرة ثانية من اللائحة العامة جواز الوكالة عن الطرفين إذا كان السعر المطلوب واحداً حيث تندرىء بذلك المخاوف من تلاعب السمسار (شريطة أن يكون السعر موافقاً لآخر سعر إقفال سابق)(٢).

إلا أنه قد استلفت نظرنا وشد انتباهنا أن الصفة التى يمارس بها هؤلاء الأفراد أعمالهم كسماسرة أوراق مالية بمقتضى اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية لا تتفق وصحيح القانون، فالقانون يفرق فى غير لبس بين السمسار والوكيل بالعمولة.

اذ تنص المادة ٦٦ من القانون التجارى على أن السمسار الذى لا يذكر وقت العمل إسم عميله يكون مسئولاً عن الوفاء بذلك العمل ويعتبر وكيلا بالعمولة(٢).

ولما كان السمسار يتعامل بإسمه ولا يرد - على الاطلاق - لإسم العميل عند التعامل ذكراً سواء كان بائعاً أم مشترياً، فلا مناص من التسليم بأنه وكيل

---

(١) ص. أميل ليفى - موجز المعلومات الخاصة بسوق الأوراق المالية ص ٩٦.

(٢) قانون التجارة - الهيئة العامة لشئون المطابع الأميرية - طبعة عام ١٩٨٥.

بالعمولة وليس سمساراً. ويؤيد ما ذهبنا إليه فى هذا الصدد ما نصت عليه المادة ٨١ من القانون التجارى والتى عرفت الوكيل بالعمولة بأنه هو الذى يعمل عملا بإسم نفسه أو بإسم شركة بأمر الموكل على ذمته فى مقابل أجرة أو عمولة. ولهذا ذهب شراح القانون الى أن عقد السمسرة عقد مميز لا يختلط بغيره من العقود القريبة منه كعقد الوكالة بالعمولة وعقد الوكالة التجارية، فهو يتميز عن الوكالة فى أن الوكيل بالعمولة إنما يتعاقد بإسم نفسه لحساب الموكل - والسمسار لا يتدخل فى العقد المبرم عن طريقه ونتيجة جهوده، وإنما تقتصر مهمة السمسار إذن على الوساطة بين شخصين يرغبان فى التعاقد دون أن يكون السمسار تابعاً أو نائباً عن أحدهما فى إبرام العقد[1].

وقد حددت محكمة النقض دور السمسار بأنه يقتصر على التقريب بين شخصين لإتمام الصفقة دون أن يكون له شأن فيما يتم التعاقد عليه[2].

ولما كان ذلك يخالف الواقع والواقع أيضا يخالفه، ذهب بعض شراح القانون وفقهاؤه إلى القول بأن سمسار البورصة وكيل بالعمولة وليس وكيلاً عادياً لأنه يتعاقد باسمه وتحت مسئوليته وبحيث لا يظهر إسم العميل، وهو ما يفسر أسباب منع دخول العملاء فى مقصورة البورصة، وكأن السماسرة هم أصحاب الشأن[3].

ولذلك لم يكن من قبيل المصادفة أن يشاهد الرائى تلك اللافتات التى تتصدر منشآت قدامى السماسرة الذين لهم فى البورصات قدم راسخة، وكذا عناوينهم التى تصدرت مطبوعاتهم، وأغلبها يشير إلى أنهم وكلاء بالعمولة أو وكلاء ببورصة الأوراق المالية.

وقد تأيد رأينا فى هذا الصدد بما ذكره أحد أعلام القانون التجارى أن

---

(١) د. رضا عبيد - القانون التجارى الطبعة الخامسة ١٩٨٤ ص ٢٧٤ - ٢٧٦.

(٢) حكم محكمة النقض المصرية بتاريخ ٧٣/٦/٧. د. رضا عبيد المرجع السابق ص ٢٧٣ - ٢٧٤.

(٣) د. على العريف - شرح القانون التجارى المصرى - ص ٣٨٧ طبعة ثانية سنة ١٩٧٩.

سمسار البورصة ليس سمساراً بالمعنى الدقيق، أى الذى يقتصر على التعريف بشخصين يريدان أن يتعاقدا بل هو وكيل بالعمولة لأنه يتعامل بإسمه هو ولحساب عميله ولا يكشف عن شخصية هذا العميل، ويضمن سلامة الصفقة، وترجع أهمية التفرقة بين الصفة التى يزاول بها هؤلاء الأفراد أعمالهم كسماسرة أو وكلاء بالعمولة إلى أن عقد الوكالة يختلف عن عقد السمسرة، وكل منهما يرتب التزامات محددة فى ذمة الموكل وذمة الوكيل(١) تناولها شراح القانون وفقهاؤه بالإسهاب والتفصيل، ونحيل على مؤلفاتهم من أراد أن يستزيد.

معاونو السمسار:

يعمل لدى السمسار أشخاص تابعون له يعملون لحسابه وتحت مسئوليته وهم المندوبون الرئيسيون والوسطاء.

(١) المندوب الرئيسى : Commis Principal

هو مستخدم يعمل بأجر عند سمسار مكلف بمعاونته فى تنفيذ الأوامر فى المقصورة، ولا يجوز له أن يشتغل إلا بإسم السمسار الذى يتبعه ولحسابه وتحت مسئوليته (م ٣٩ من اللائحة العامة للبورصات) ويحظر على المندوب الرئيسى أن يكون طرفاً فى العمليات التى يعقدها السمسار أو أن يعمل لحسابه الخاص بأية حال من الأحوال (مادة ٤٠ من اللائحة العامة).

الوسيط : Remisier

هو الذى يجلب العملاء للسمسار، وهو أداة إتصال بين العميل والسمسار، يتلقى الأوامر من العملاء فيما عدا الأعضاء المنضمين ويبلغها للسمسار.

والوسطاء نوعان: وسطاء لهم حق التعاقد ووسطاء ليس لهم حق التعاقد، والوسطاء الذين لهم وحدهم حق التعاقد هم الذين يجوز لهم دخول المقصورة لتنفيذ الأوامر الموكلة اليهم بإسم السمسار الذى يتبعونه ولحسابه وتحت مسئوليته

---

(١) أ. د. على جمال الدين – القانون التجارى ط ٨٢ – دار النهضة.

(م ٤٧ لائحة عامة).

هذا ولا يجوز الجمع بين عملى المندوب الرئيسى والوسيط ولا يجوز لأيهما أن يلتحق بأكثر من بيت سمسرة واحد.

موقف الفقه الاسلامي من سماسرة الأوراق المالية (الوكلاء بالعمولة):

تناولنا فيما تقدم موقف القانون الوضعى من سماسرة الأوراق المالية وإنتهينا إلى أن سماسرة الأوراق المالية فى مصر يمارسون أعمالهم كوكلاء بالعمولة وإن تسموا بغير مسمياتهم وصفاتهم القانونية.

وسنعرج من القانون الوضعى إلى القانون السماوى لنتعرف على موقف الفقه الاسلامى فى مسألة الوكالة بالعمولة.

السمسار في اللغة :

السمسار لغةً كلمة فارسية معربة والجمع سماسرة، والمصدر السمسرة وقيل أن السمسار هو القيم بالأمر الحافظ له وهو فى البيع اسماً للذى يدخل بين البائع والمشترى متوسطاً لإمضاء البيع[1] وبمسار الأرض هو العالم بها[2]. وعن طاوس عن ابن عباس رضى الله عنهما قال: قال رسول الله صلى الله عليه وسلم لا تلقوا الركبان ولا يبع حاضر لباد. قلت لابن عباس، ما قوله «ولا يبع حاضر لباد؟ قال لا يكون له سمسارا[3].

أحكام الوكالة في الشريعة الاسلامية وأدلتها وتطبيقها علي السماسرة :

الوكالة (بفتح الواو وكسرها) هى فى اللغة الحفظ والكفالة والتفويض

---

(١) لسان العرب لابن منظور - وقد ذكر حديثا لم أقف على صحته عن قيس إبن أبى عودة قال : كنا قوماً نسمى السماسرة بالمدينة فى عهد رسول الله صلى الله عليه وسلم فسمانا النبى صلى الله عليه وسلم التجار.

(٢) المعجم الوسيط.

(٣) أخرجه البخارى ومسلم بالاتفاق واللفظ للبخارى، وذكر صاحب اللؤلؤ والمرجان فى شرحه لقول رسول الله صلى الله عليه وسلم لا يكون له سمساراً، قال أى دلالاً وأورد الحديث أيضا صاحب سبل السلام فى باب شروط البيع وما نُهى عنه.

واصطلاحاً ففى ذلك تفصيل فى المذاهب.

الشافعية - قالوا : الوكالة هى أن يفوض شخص شيئاً إلى غيره ليفعله حال حياته إذا كان للمفوض الحق فى فعل ذلك الشيء مما يقبل النيابة.

الحنابلة - قالوا : الوكالة هى استنابة شخص جائز التصرف شخصاً مثله جائز التصرف فيما تدخله النيابة من حقوق الله تعالى وحقوق الآدميين.

الحنفية - قالوا : هى أن يقيم شخص غيره مقام نفسه فى تصرف جائز معلوم على أن يكون الموكل (بكسر الكاف) ممن يملك التصرف.

المالكية - قالوا : الوكالة هى أن ينيب شخص غيره فى حق له يتصرف فيه كتصرفه دون أن يقيد الإنابة بما بعد الموت[1].

ويقول صاحب كفاية الأخيار. كل ما جاز للانسان أن يتصرف فيه بنفسه جاز أن يوكل فيه أو يتوكل[2].

والوكالة بالمعنى المتقدم جائزة بالكتاب والسنة والاجماع[3] أما الكتاب فلقوله تعالى ﴿**فابعثوا أحدكم بورقكم هذه الى المدينة فلينظر أيها أزكي طعاماً فليأتكم برزق منه...**﴾[4]. وهذه وكالة، وأما السنة فبما روى عنه ﷺ أنه وكل عمرو بن أمية الضمرى فى قبول نكاح أم حبيبة وأبا رافع فى قبول نكاح ميمونة[5]، وما ورد عن جابر بن عبد الله رضى الله تعالى عنهما قال : «أردت الخروج إلى خيبر فأتيت النبى ﷺ فقال: «اذا أتيت وكيلى بخيبر فخذ منه خمسة عشر وسقا فان إبتغى

---

(١) الجزيرى - الفقه على المذاهب الأربعه الجزء الثالث دار الارشاد ص ١٦٧.

(٢) كفاية الأخيار حل فى غاية الإختصار - الإمام تقى الدين أبى بكر الحسينى الدمشقى - ص ٢٨٣، مكتبة ومطبعة عيسى البابى الحلبى.

(٣) المغنى - لإبن قدامه - أبى محمد إبن عبد الله - ص ٨٧ - كتاب الوكالة - مكتبة جمهورية مصر.

(٤) سورة الكهف الآية ١٩.

(٥) الحديث رواه مالك فى موطأه عن سليمان بن يسار فى باب نكاح المحرم وذكره الشوكانى فى باب التوكيل فى إقامة الحدود وغيرها.

منك آية فضع يدك على ترقوته[1] وفى الحديث دليل على شرعية الوكالة والإجماع على ذلك.

وكل من صح تصرفه فى شيء وكان مما تدخله النيابة صح أن يوكل فيه رجلاً أو امرأة مسلماً كان أو كافراً. ولا يعلم خلافا فى جواز التوكل فى البيع والشراء لأن الحاجة داعية إلى التوكيل فيه، لأن الموكل قد لا يكون ممن يحسن البيع والشراء أو لا يمكنه الخروج إلى السوق، وقد يكون له مال ولا يحسن التجارة فيه وقد يحسن ولا يتفرغ وقد أباحها الشرع وفقا للحاجة وتحصيلاً لمصلحة الآدمى، وكل ما جاز التوكيل فيه جاز إستيفاؤه فى حضرة الموكل وغيبته. وهذا مذهب مالك[2].

ونعرض فيما يلى للشروط والأركان التى ذكرها فقهاؤنا الاعلام والتى بها تصح الوكالة مع مقارنتها بعقد وكالة سماسرة الأوراق المالية.

- لا تصح الوكالة إلا بالايجاب والقبول لأنه عقد تعلق به حق كل واحد منهما (الموكل والوكيل)، فافتقر إلى الايجاب والقبول، ويجوز الايجاب بكل لفظ دل على الاذن نحو أن يأمره بفعل شيء أو يقول اذنت لك فى فعله ويستدل على ذلك من قوله تعالى عن أهل الكهف ﴿**فابعثوا أحدكم بورقكم هذه إلي المدينة فلينظر أيها أزكى طعاماً فليأتكم برزق منه وليتلطف**﴾ ولأنه لفظ دل عليه، ويجوز بكل فعل دل على القبول نحو أن يفعل ما أمره بفعله[3] .

وبتطبيق ذلك على عقد الوكالة التى يقوم بها سمسار الأوراق المالية فى البورصات فإن الأمر الصادر من العميل إلى الوكيل بالبيع أو بالشراء يعد إيجاباً،

---

(١) الحديث أخرجه أبو داود وصححه، ورواه أيضا الدارقطنى، وعلق عليه الشوكانى بأنه دليل على جواز العمل بالإمارة أى العلامة وذكره صاحب سبل السلام فى باب الوكالة.

(٢) المغنى لابن قدامة - مرجع سابق - ص ٨٦.

(٣) المرجع السابق ص ٩٢ - ٩٣.

وتلقى الأمر من جانب السمسار وشروعه فى تنفيذه يعد قبولاً، وبذلك يتوفر فى هذا العقد أهم أركانه وهو الإيجاب والقبول(١).

ويجوز تعليقها على شرط كقوله إذا جاء الشتاء فاشتر لنا فحما وإذا طلب منك أهلى شيئا فادفعه إليهم. وبهذا قال أبوحنيفة والشافعى، ويستدل على ذلك من قول المصطفى صلي الله عليه وسلم: أميركم زيد فإن قتل فجعفر، فإن قتل فعبدالله بن رواحه.

وبتطبيق ذلك على عقد الوكالة فى البورصة فانه قد استبان من خلال الممارسات مع وكلاء البورصات أن الأوامر الصادرة إليهم غالبا ما تكون مقيدة لتصرف الوكيل، فإذا كان الأمر صادراً بسعر محدد للأوراق المعروضة أو المطلوبة فهو توكيل معلق على شرط، وهو الامتناع عن تنفيذ الأمر الصادر إليه حتى يبلغ السعر فى السوق السعر الذى حدده موكله، ويظهر عقد الوكالة المعلق على شرط بصورة أكثر وضوحا فى حالة الأوامر الصادرة من الموكلين إلى الوكلاء لوقف الخسائر فيما يسمى عند المتخصصين Stop loss orders وذلك إذا مااتجه السعر نحو الإنخفاض وخشى المستثمر من استمرار الخسارة، لذلك فانه يأمر وكيله أن يبيع الأوراق المبينة في الأمر إذا انخفض السعر إلى مبلغ يحدده فى الأمر، ولذلك فان هذا الأمر يظل معلقا على شرط ولا يتم تنفيذه إلا عند تحقق هذا الشرط.

ولما كان التوكيل يجوز بجعل وبغير جعل «أجرة أو عمولة» فإذا وكل شخص ما فى بيع أو شراء إستحق الأجر إذا عمله، وكان رسول الله صلى الله عليه وسلم يبعث عماله لقبض الصدقات «الزكاة» ويجعل لهم عمالة «أى عمولة أو أجرة»(٢) ، لذلك فلا غضاضة ولا كراهية فى تقاضى السمسار أى الوكيل لهذا الجُعل.

---

(١) المرجع السابق - ص ٩٣ وقد أخرجه البخارى فى كتاب المغازى باب غزوة مؤته عن عبد الله ابن عمر رضى الله عنهما (البخارى بشرح السندى) ص ٥٨ دار احياء الكتب العربية - عيسى البابى الحلبى.

(٢) ابن قدامة مرجع سابق ص ٩٤.

ولما كانت لاتصح إلا في تصرف معلوم. وقد خالف فى ذلك أبى ابن ليلى[1] فمن المعلوم أن الآمر بالبيع أو الشراء وهو الموكل انما وكل السمسار وهو الوكيل فى تصرف معلوم وهو البيع أو الشراء لأصول مالية معلومة ومحددة تحديداً نافياً للجهالة على وجه لايشوبه غرر كثير ولاقليل، ومن المعلوم أن البيوع التى يجرى تنفيذها فى أسواق الأوراق المالية تتم على أصول مالية توصف جميعا بأنها مثلية ولامجال لاختلاف العلم المتعلق بالصفة عن العلم المتعلق بالحس هنا.

ولما لم يكن للوكيل البيع مطلقا بدون ثمن المثل ولابغير نقد حال ولابغبن فاحش، ولأن العرف يدل على ذلك فهو بمنزلة التنصيص فإنه بتطبيق ذلك على الوكيل بالعمولة فى بورصات الأوراق المالية فى مصر يسترعى إنتباهنا توافق هذه الشروط، فالتعامل من خلال سوق للمزايدة تتلاشى من خلاله احتمالات الحاق الغبن الفاحش أو اليسير بالموكل، والبيوع كلها عاجلة وفورية، ولأن الأسعار معلنة يصبح لدينا دائما سعر واحد، الأمر الذى يستبعد معه إمكان استفادة فئة دون أخرى أو وجود أكثر من سعر للورقة الواحدة فى آن واحد. ولايشترط ذكر قدر الثمن- ذكره القاضى وقال أبوالخطاب: «لايصح حتى يذكر قدر الثمن» بينما يرى إبن قدامة أن ذكر الثمن قد يضر لأنه قد لا يجد بقدر الثمن، ومن اعتبر ذكر الثمن جوز أن يذكر له أكثر الثمن وأقله[2] .

والرأى على هذا النحو لايتصور الا إذا سألت به خبيراً بل وكأنما يتحدث أصلاً عما يجرى فى أسواق الأوراق المالية، فحقيقة الأمر أن الأسعار تتحدد والصفقات تنعقد عند أعلى سعر طلب وأدنى سعر عرض، ووضع حد أدنى أو أعلى للسعر من الأعراف الجارية فى شتى أسواق الأوراق المالية فيما يطلق عليه السعر بالحد، إذ يحدد العميل حدا أدنى لسعر البيع «أو حد أعلى فى حالة الشراء» بحيث يمتنع على السمسار البيع بأقل من هذا الحد ويصبح لزاماً عليه فى هذه الحالة أن يبيع

---

(١) المرجع السابق .

(٢) ابن قدامة مرجع سابق ص٩٥-٩٦ مكتبة جمهورية مصر .

بأول سعر فى البورصة يعادل أو يزيد عن الحد الأدنى «الوارد فى أمر الموكل» ولا يجوز له التأجيل بحجة التريث أملاً فى سعر أحسن وإلا كان مسئولا فى حالة إنخفاض الأسعار وفوات الفرصة.

وكل وكيل جاز له التوكيل فليس له إلا أن يوكل أمينا لأنه لانظر للموكل فى توكيل من ليس بأمين[1] .

ولما كان معاونو السمسار من المندوبين الرئيسيين والوسطاء الذين لهم حق التعاقد يشترط فيهم بمقتضى اللائحة العامة للبورصات الأمانة والنزاهة والمقدرة فقد تحقق فيهم هذا الشرط أيضا.

ويرى المالكية والشافعية والحنابلة أن من وكل فى بيع شىء لم يجز له أن يشتريه لنفسه، واللفظ هنا للحنابلة[2] .

وتقضى المادة ٣٥ من اللائحة العامة للبورصات بأنه لايجوز للسمسار أن يعقد عمليات لحسابه الخاص أو لحساب زوجته أو أحد أقاربه أو أصهاره إلى الدرجة الرابعة ولايحل للوكيل تعدي ما أمره به موكله فإن فعل لم ينفذ فعله لقول الله تعالى: ﴿ **ولاتعتدوا أنه لايحب المعتدين**﴾[3] فوجب من هذا أن من أمره موكله بأن يبيع أو يبتاع له شيئا بثمن مسمى، فباعه أو إبتاعه بأكثر أو أقل ولو بفلس، فما زاد لم يلزم الموكل ولم يكن البيع له أصلاً لأنه لم ينفذ البيع لأنه لم يؤمر بذلك[4] .

وعلى ذلك جرت كافة الأعراف واللوائح فى أسواق الأوراق المالية، ولذلك تقضى المادة ٦٨ من اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية فى مصر وبالأتى:

«تعتبر العملية مقبولة نهائياً من جانب العميل مالم يرسل إعتراضاً مكتوبا ومسبباً بمجرد تسلمه الإخطار، وعلى الأكثر قبل الميعاد المعين لتسلم الأوراق المتعاقد عليها أوتسليمها.

---

(١) ابن قدامة مرجع سابق ص٩٨ .

(٢) المغنى ص١١٧، د. محمد الشحات الجندى - معاملات البورصة فى الشريعة الإسلامية ص٤٢ .

(٣) سورة البقرة الآية ١٩٠ .

(٤) المحلى- لابن حزم- جـ٨ ص ٢٤٦ طبعة دار التراث - مسألة ١٣٦٤

ثانيا: القائمون بأعمال الوساطة في بورصة الكويت للأوراق المالية:

يختلف مفهوم الوسيط فى بورصة الكويت من مفهوم الوسيط فى بورصة الأوراق المالية فى مصر، وقد أجريت عدة تعديلات علي اللائحة الداخلية لبورصة الكويت والتى كان آخرها بمقتضى المرسوم الصادر فى ١٩٨٤/٨/٨فى شأن ادراج الوسطاء ومعاونيهم فى سوق الكويت، وتضمن هذا المرسوم إلغاء أحكام المواد من ٢٠ إلى ٣٠ من اللائحة الداخلية، وقد حدد المرسوم المشار إليه الشروط الواجب توافرها فى الوسيط على الوجه التالى: -

يقصد بالوسيط فى مجال تطبيق أحكام هذا المرسوم من يقوم بأعمال الوساطة فى الصفقات المتعلقة بالأوراق المالية فى سوق الكويت للأوراق المالية، وتقتصر عمليات الوساطة فى السوق على الشركات المرخص لها بذلك، ويقصد بممثل الوسيط الشخص الذى تقوم الشركة بتعيينه لكى ينوب عنها فى القيام بأعمال الوساطة فى الصفقات المتعلقة بالأوراق المالية[1] .

ويقصد بمعاون الوسيط الشخص الذى يتبع الوسيط ويعاون ممثله فى أعمال الوساطة «مادة ١».

ويستفاد من نص هذه المادة أن الأشخاص المرخص لهم بالعمل فى الوساطة فى بورصة الكويت هم:

١- الوسيط .

٢- ممثل السمسار .

٣- معاون السمسار .

ثالثا من لهم حق التعامل والوساطة في بورصة لندن London stock Exchange

كما سبق التنويه عند تناولنا لطرق وأساليب تنفيذ العمليات فى بورصة لندن

---

(١) أسواق الأوراق المالية العربية - إعداد المؤسسة العربية لضمان الاستثمار ص٢٧٧ المرسوم واللائحة الداخلية لسوق الأوراق المالية فى١٩٨٣/٨/١٤، المراسيم واللوائح الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية الصادرة عن سوق الكويت للأوراق المالية.

فـإن المعـامـلات فى هذه السـوق تقـوم على نظام فـريد وليس له مـثـيل فى كـافـة بورصات العالم إذ يقوم هذا النظام على الوساطة والتجارة معا وذلك من خلال .

١- السماسرة Borkers .

٢- الجـوبـرز Jobbers .

أولا السـمسار : السـماسرة فى بورصـة لندن لا يتـعامل بعضـهم مع بعض وهو مايميز هذه السوق عن غيرها من الأسـواق، وإنما يتعامل السمسار بصفته وكيلا بالعمولة مع «الجوبر» بصفته تاجراً للأوراق المالية(١) .

ثانيـا الجـوبر : هو تاجـر جـملة "Wholesaler" ويطلق عليه أحيـانا لفظ "Dealer"، ويتـخـصص الجـوبر فى بيـع وشـراء بعض إصـدرات الأوراق الماليـة، ويمتنع عليه التعامل مع الجمهور مباشرة وإنما من خلال أحد سماسرة الأوراق المالية(٢) .

والجوبر يبيع ويشترى لحسابه إلا أنه يعمل باسم وتحت مسئولية أحد سماسرة الأوراق المالية ولكنه لايتعامل مع السمسار الذى يتبعه بيعا ولاشراء.

ورغم أن «الجوبر» يعتبر من صنا ع السـوق market maker ويعمل- حسبما يرى علماء الاستثمار - على إستقرار الأسعار إلا أنه لايلتزم بدعمها أو مؤازرتها إذا اقتصى الأمر- وذلك خلافا لما يقوم به «الاسبشياليست» فى الولايات المتحدة الأمريكية.

وإذا كان السمسار يتقاضى عمولة فان الجوبر يحقق ربحا يطلق عليه Jobber,s

---

(1) A broker acts as a buying or selling agent, He himself is not a part to the transaction He doesnot sell to you or buy from you, He buys and sell for you, (Robert H. wessel, op, cit. P. 213.)

(2) A stock Jobber, A member of the stock Exchange who deals in securities, buying for himself from and selling to brokers and other Jobbers, stock snd shares of the Prticular class or classes Which he specialises, Jobbers are sometimes called dealers. They are not allowed to have direct dealinge with the Public but must always work through a broker, Longman Dic, of business English J. H. Adam.

turn ويمثل الفرق بين سعر البيع والشراء The spread between offer price and bid price.

ويعتبر الجوبر بحق أحد أركان السوق وأهم عنصر فى قيامه، فمن خلاله يتم عقد الصفقات وبغيره لاتتم، يقترب منه السمسار كلما أراد أن ينفذ أمراً صادرا اليه بالبيع أو الشراء، فإذا كان السمسار بائعاً كان الجوبر مشتريا وإذا كان الجوبر مشتريا كان السمسار بائعا.

فالجوبر ليس كسائر المستثمرين ولابعضهم، فهو لايحتفظ بما لديه من أسهم كلما وسعه ذلك، ذلك أنه إنما يشترى ليبيع أملا أن يحقق هامشاً معقولا من الربح، وحينما يبيع فانه يأمل أن يسترد ماباع بثمن أقل.

وغالبا مايستخدم الجوبر فراسته فى التعرف على نية السمسار إن كان راغباً فى البيع أو قاصدا الشراء، فيحدد له فى ضوء تنبؤاته سعرى البيع والشراء، خاصة وأن السمسار لايكشف عن نواياه(1).

طبقات السماسرة والمشتغلين بالمتاجرة فى البورصات الأمريكية ووظيفة كل منهم:

إن من يلقى نظرة على على ردهة بورصة وول ستريت فى مدينة نيويورك، سوف يكون بوسعه أن يشاهد حشداً كبيراً من أعضائها ممن لهم حق التعامل والوساطة فى السوق، وقد إلتف بعضهم حول المقصورات Trading Posts والتى تشبه كل منها «حدوة الحصان» Horsshoe shaped بينما يشاهد البعض الآخر وهم يندفعون من مكان لآخر وكأنهم يتبادلون المواقع، هذا الحشد الذى تموج به السوق ماهو إلا خليط من السماسرة والمشتغلين بالمتاجرة فى الأوراق المالية Dealers الذين إجتمعوا فى سوق توصف بأنها سوق للمزاد(2).

---

(1) Harold wincott, The stock market, Lonodn

(2)Charles Amos Dice op. cit. P. 137.

- Fredick Amling op, cit. P. 241.
- Robert H. wessel op. cit P. 213.

ونتناول فيما يلى طبقات السماسرة والمشتغلين بالمتاجرة في الأوراق المالية:

أولا : السمسار :

السماسرة فى هذه السوق صنفان.

١- سمسار بالعمولة Commission broker .

٢- سمسار مفوض من قبل الوكيل بأجر زهيد Two- dollor broker .

السمسار بالعمولة The commission broker

السمسار فى هذه السوق شأنه شأن كل سماسرة الأوراق المالية وكيل بالعمولة. ينوب عن العملاء الذين يفوضونه فى عمليات البيع والشراء، وهو وحده صاحب هذا الحق أوالامتياز فى شتي أسواق العالم، ويمتنع عليه البيع والشراء لحساب نفسه، وتتميز منشآت السمسرة فى الولايات المتحدة الأمريكية بأن معظم هذه المنشآت لديها فروع فى كافة أنحاء البلاد، تربطها جميعا شبكة من الاتصالات السلكية، والقلة من هذه المنشآت ليس لديها فروع خارج مدينة نيويورك ولكنها تعتمد على المراسلين- فى المدن الكبيرة والصغيرة - من البنوك والسماسرة من غير الأعضاء فى سوق الأوراق المالية، الذين يعتمدون فى تنفيذ أوامر عملائهم على منشآت السمسرة فى مدينة نيويورك، ومما يميز منشآت السمسرة أيضاً فى مدينة نيويورك هو حرص كل منها على تخصيص حجرة يطلق عليها board room وقد إكتسبت هذه الحجرة إسمها من تلك السبورة التى تغطى جداراً بأكمله، وعلى تلك السبورة يتم تسجيل كافة المعلومات وأحداثها والتى تتعلق بأوراق أكثر الشركات أهمية فيمايعرف بالأوراق القائدة Leading stock وقد إستبدلت بعض منشآت السمسرة هذا النظام اليدوى بنظم تشغيل كهربائية والتى تعمل بكفاءة عالية.

السمسار الموكل من قبل الوكيل: The tow- dollar broker

يباشر هذا السمسار عمله لأعضاء البورصة مقابل عمولة محددة، أما عن سبب

وأصل هذه التسمية فترجع إلى ماقبل سنة ١٩١٩ حينما كان هذا السمسار يفوض من قبل سمسار آخر لتنفيذ أوامر عملائه مقابل عمولة قدرها دولارين عن كل مائة سهم، ومن هنا بدأت التسمية، وفى سنة ١٩١٩ زادت نسبة العمولة إلى ٣,٥ دولا ثم تطورت هذه العمولة عام ١٩٣٨ وصارت تحسب وفق شرائح مابين ١,٣٠ دولار إلى ٣,٣٠ دولار لكل مائة سهم، وفقا لقيمة السهم بدء من دولار إلى ١٠٠ دولار، وعلى الرغم من تغير نسبة العمولة أو مقدارها إلا أنها قد احتفظت بمسماها التاريخى، ومع أن هذه العمولة قد تبدو ضئيلة، ولكن إذا ماأخذ فى الاعتبار حجم الأعمال المنفذة والتى توكل إليه تبدو هذه العمولة مجزية للغاية.

وهناك ثمة شبه بين الوظيفة التي يقوم بها هذا السمسار والوظيفة أو الدور الذى يقوم به أحد المحامين المفوضين من قبل زملائهم إذ يتعين علي المحامين الحضور فى دوائر قضائية متعددة فى آن واحد، فيوكل بعضهم بعضا فى حضور الجلسات لتعذر وجود المحامى فى عدة أماكن فى آن واحد، وكذلك الحال بالنسبة لسماسرة الأوراق المالية فإن تنفيذ الأوامر الصادرة إليهم تقتضى وجودهم فى عدة مقصورات فى ردهة البورصة فى آن واحد، خاصة وأن تنفيذ تعليمات العميل ومراعاة مصلحته قد تقتضى وجوده وتنفيذه لأوامره في عدة مقصورات فى ذات الوقت، وتفصيل ذلك- كما سبق منا التنويه فى موضوع سابق- أن الأوامر الصادرة بالبيع أو الشراء لايتم تنفيذها فى مقصورة واحدة، إذ تتعدد المقصورات، وتختص كل منها بعدد معين أو بنوع معين من الأوراق، بحيث لايجرى التعامل فى إحدى المقصورات على ورقة مايجرى التعامل عليها فى مقصورة أخرى .

ولذلك فعندما يكون لدى أحد السماسرة أو أحد المشتغلين بالمتاجرة فى الأوراق المالية بعض الأوامر التى يتعذر تنفيذها للأسباب المتقدمة فإنه يلجأ إلى هذا السمسار A two- dollar broker ليقوم بهذه المهمة نيابة عنه مقابل العمولة التى سبق بيان تطورها .

وعن أهمية هذه الوظيفة، فلا ريب أن هذا السمسار المفوض من قبل السمسار الوكيل يؤدى خدمة عظيمة في السوق من خلال تنفيذه للأوامر بكفاءة لأن عدم قيامه بهذا الدور يؤدى إلى تراكم الأوامر فى أيدى السماسرة وإستحالة تنفيذها فى الوقت المناسب وإهدار حقوق العملاء وإثارة المنازعات بين السماسرة والعملاء.

وإذا كانت العمولة التي يتقاضاها هذا السمسار زهيدة، فانه لاينبغى إغفال حقيقة هامة وهى أنه لاوجه للمقارنة بين الأعباء، والنفقات وتكاليف ممارسة المهنة التى يتحملها السمسار وتلك التى يتحملها السمسار المفوض سواء من ناحية التجهيزات المكتبية أو العمالة التى تعاونه.

ثانيا : المشتغلون بالمتاجرة في الأوراق المالية : The floor traders

تخلص وظيفة هذه الفئة فى بيع وشراء الأوراق المالية ليس لحساب غيرهم وإنما لحسابهم، وهم أعضاء فى بورصة الأوراق المالية ويطلق عليه أيضا علي سبيل التقريب لفظ «ديلر» Dealer وإن كان مفهوم هذا اللفظ ينصرف إلى من يقومون بعمليات البيع والشراء فى السوق غير الرسمية، ويمتنع على المشتغلين بالمتاجرة في الأوراق المالية الإتصال بالجمهور أو تنفيذ الأوامر لأعضاء البورصة، وثمة فرق يتعين الإشارة إليه بين أن يتعامل هذا العضو مع أعضاء البورصة، وبين أن يشترى أو يبيع لحسابهم، فهاتان مسألتان مختلفتان، ولكونه عضواً فى البورصة ويقوم بتنفيذ العمليات لحسابه الخاص، لذلك فانه لايتحمل أية عمولات ويقنع بأدنى هامش من الربح آخذاً فى الاعتبار أن تكاليف وأعباء ممارسة وظيفته تعتبر هينة. ذلك أنه غالبا مايكتفى باستئجار غرفة مكتب Desk room لدي أحد بيوت السمسرة ويدفع مقابل ذلك مبلغاً معيناً مقابل شغل المكان ومعاونته فى عمليات إمساك الدفاتر والتصفية فى غرفة المقاصة والمعلومات التى تتعلق بمعاملاته فى السوق، ويطلق على من يقوم بهذه الوظيفة أيضا Room trader نسبة إلى الغرفة التي يستأجرها.

ويعتمد هؤلاء التجار فى تحقيق أرباحهم على حجم معاملاتهم وسرعة دوران الأسهم.

وهؤلاء الأفراد ليسوا مضاربين «بالمفهوم الغربى للفظ» علي الصعود أو الهبوط لفترة طويلة شأنهم فى ذلك شأن الجوبرز Jobbers .

ويرى علماء الاستثمار والمتخصصون فى شئون البورصات أن المتاجرة فى الأوراق المالية من خلال هذه الفئة تؤدى إلى ثلاث مزايا .

الأولى : خلق سوق مستمرة .

الثانية : تضييق الفرق بين سعرى البيع والشراء .

الثالثة : تؤدى إلى الحد من تقلبات الأسعار بين ساعة وأخرى وتعمل على إستقرارها.

هذا ومن المعروف أن أوامر السماسرة لاتصل إلى السوق منتظمة، حتى أنه فى لحظة معينة قد يكون هناك كم هائل من أوامر الشراء يقابله كم محدود من أوامر البيع أو على النقيض من ذلك قد يكون هناك كم كبير من أوامر البيع لا يقابله سوى كم محدود من أوامر الشراء، هنا يصبح بوسع هؤلاء المتاجرين إغتنام الفرص المتاحة من خلال البيع فى الحالة الأولى وتحقيق هامش معقول من الربح، أو الشراء فى الحالة الثانية وبالتالى يسترد ماسبق أن باعه بثمن أقل، وهذا مما يحول دون حدوث تقلبات عنيفة فى السوق.

إلا أن لهذه الوظيفة مخاطرها، فطالما أن هامش الربح الذى يحققه هؤلاء الديلرز ضيقا فان كثرة أخطائه تؤدى إلى تعاظم المخاطر، ولما كانت التقلبات المحدودة فى السوق يصعب التنبؤ بها لذلك يتعين علي المشتغلين بالمتاجرة فى الأوراق المالية أن يكونوا من ذوى الخبرة الطويلة فى هذا المجال .

إلا أن هناك مايستحق ان نتوقف عنده لحظة، اذ يرى علماء الاستثمار والمختصون بشئون البورصات أن كل من يكرس كل وقته في هذا العمل يصبح

موضع انتقاد باعتباره من كبار المقامرين الذين يناورون ويؤثرون على حركة الأسعار ويخلقون قيما مصطنعة وغير حقيقية(١) وأن هذه الفئة لا تؤدى خدمة اقتصادية هامة وأن أنشطتهم تؤدى إلى زيادة عدم استقرار السوق(٢) .

السمسار المتخصص متعدد المهام The specialist

هو الشخص الذى يجمع بين عملي «الديلر» والسمسار، فحينما يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية لحسابه الخاص فهو يقوم بعمل «الديلر» وحينما يبيع ويشترى لحساب سماسرة الأوراق المالية والديلرز ايضا مقابل تقاضى عمولة فهو يقوم بذلك بعمل السمسار، إلا أنه يمتنع عليه الاتصال بالعملاء شأنه في ذلك شأن السمسار المفوض من قبل السمسار الأصيل The two- Dollar broker وكذلك من يشتغلون فى أعمال المتاجرة فى الأوراق المالية The floor traders ويقتصر تعامل السمسار المتخصص The specialist على عدد قليل من الأوراق، وفى الأوقات التى ينشط فيها السوق فانه قد يتعامل على ورقة واحدة نظراً لتعذر وجوده فى أكثر من موقع فى آن واحد.

أما عن أصل هذه التسمية فتروي لنا كتب الأدب المالى من تراث الأسواق أن واحداً من أنشط أعضاء البورصة فقد أحد ساقيه، الأمر الذى استحال معه أن يستمر في أداء مهنته لكونه عاجزا عن الحركة والانتقال من مكان إلى آخر فى مواقع التعامل لذلك فقد إتخذ قراره ووقع إختياره على ورقة مالية معينة كان التعامل نشطا عليها وقرر أن يتخصص فى التعامل على هذه الورقة وهى خاصة بشركة Western union فاتخذ موقعه فى المقصورة The trading post التى

(1) The trader who devotes his time to his work is often criticized as being a high- class gambler who manipulates prices and creates artificial values, On the contrary his work stabilizes prices and provides a constant market. Charles Amos Dice& Eiteman, stock market 3rd ed. op. cit. p 140.

(2)The Floor- trader has been criticized as performing no important economic function and that their activities increase market instabilily Fredrik Amling op, cit. p. 243.

يجرى فيها التعامل على هذه الورقة، وبدأ السماسرة فى إعطائه أوامرهم المتعلقة بهذه الشركة لتنفيذها، وكان لنجاح هذا الأسلوب والتزاحم على السمسار المتخصص أن صار عمله أكثر ربحية ممن يتاجرون فى جميع الأوراق.

ومع هذا فان مهمة السمسار المتخصص ليست سهلة ولاهينة إذ عليه أن يقف في المقصورة يستقبل الأوامر الوافدة عليه ويقوم بتنفيذها رغم تعاظم كمياتها.

إن دقة الملاحظة والمعرفة المتميزة والفائقة Super Knowledge وسرعة إتخاذ القرار والتصرف في الوقت المناسب تعد من مقتضيات أداء هذه الوظيفة.

والوظيفة الإقتصادية للسمسار المتخصص تتفق ووظيفة المشتغلين بالمتاجرة في الأوراق المالية إذ أنه يساعد على خلق سوق مستمرة Constant market للأوراق المالية التى يتعامل عليها، واذا كان هناك من لايبيع أو يشترى فانه يقف فى موقعه مستعدا دائما للبيع أو الشراء، وهو كذلك يساعد على التخفيف من حدة تقلبات الأسعار وبالتالى العمل على استقرارها نسبيا.

إلا أنه لما كان هذا السمسار المتخصص The specialist يبيع ويشترى لحسابه ولحساب السماسرة، والديلرز أيضا، ولما كان لدى هذا السمسار من المعلومات ماليس لدي غيره، فإنه يصبح في وضع يمكنه من الاستفادة من عملائه.

ولتوفير الحماية للعملاء فقد وضعت بورصة نيويورك مجموعة من القواعد، ومن هذه القواعد ألا يترخص أى عضو في التخصص فى ورقة مالية معينة مالم يكن مسجلا بصفته Specialist والا يكون له صلة بأحد الصناديق أو الأوعية المماثلة التى تتعامل فى هذه الأسهم.

الظروف التي تقتضي الاستعانة بالسمسار المتخصص :

١- إن السمسار الذى لديه عدد من أوامر البيع والشراء سوف يلجأ إلى السماسرة المتخصصين إذا كانت هذه الأوامر تقتضى مهارة خاصة عند التنفيذ، أو إذا كانت مايتعين تنفيذه فى عدة مقصورات Trading posts .

٢- السمسار الذي لديه خليط من الأوامر بعضها بسعر السوق والبعض الآخر بأسعار محددة ليس بوسعه أن ينتظر حتي يصل السعر إلى السعر المحدد فى الأمر، ذلك أن أمامه أوامر أخرى يتعين تنفيذها فى مقصورات أُخر، بل وقد يتم استدعاؤه إلى غرفة الهاتف فى الوقت الذى يصل فيه السعر فى المقصورة إلي السعر المحدد فى الأمر .

٣- لو إفترضنا أن لدى السمسار أوامر مفتوحة open orders بمعنى أنها سارية المفعول حتى التنفيذ، وبفرض أن أحد هذه الأوامر بشراء مائه سهم من أسهم الصلب الأمريكية U.S. Steel بسعر ٧٠ دولار ، وكان السعر حينئذ ٧٣ دولارا، ليس بمستغرب ألا يصل السعر ذلك اليوم ولعدة أيام تالية إلى السعر المحدد فى الأمر، ولكن لماكان السمسار المتخصص ملازما لموقعه ملازمة الظل لصاحبه طوال فترة إنعقاد الجلسات، فانه يصبح فى وضع متميز يمكنه من تنفيذ هذه الأوامر بكفاءة عالية.

٤- إن معظم الأوامر الصادرة بوقف الخسائر Stop loss orders إنما تتم عن طريق هذا السمسار المتخصص بسبب وجوده المستمر فى المقصورة وبالتالى قدرته على متابعة الأسعار من لحظة لأخرى.

ميكانيكية تنفيذ العمليات المشتركة بين السمسار المتخصص والوكيل بالعمولة :

إذا ماتلقى السمسار أمراً فى ردهة البورصة ببيع مائة سهم من أسهم شركة الصلب الأمريكية U.S. steel فإنه سوف يسرع إلى المقصورة التى تباع فيها هذه الورقة وتشتري، ويستفسر من السمسار المتخصص عن سعر السوق، ولما كان السمسار المتخصص لايعلم ان كان السمسار الذي يستعلم بائعاً أو مشترياً، فإنه سوف يخبره بأعلى سعر طلب وأدنى سعر عرض وليكن $\frac{١}{٨}$ ٨٤ إلى $\frac{١}{٨}$ ٨٥ دولار، بمعنى أنه على استعداد لأن يشترى بالسعر الأول ويبيع بالسعر الأخير،

ولما كان السمسار يسعى إلي تحقيق مصلحة عميله، ويبذل فى ذلك غاية الجهد وصولاً لأفضل سعر يمكنه الحصول عليه لذلك يقوم السمسار بعرض الورقة فى المقصورة على أمل أن يجد من يقبل شراءها بسعر ٨٥ دولار، فاذا لم يصادف عرضه قبولا فسوف يعرض الورقة للبيع بذات السعر الذى قبله السمسار المتخصص الأول وهو $\frac{١}{٨}$ ٨٤ دولار، حينئذ سوف يجد من يقبل هذا السعر من أعضاء البورصة فينادى أحدهم معبراً عن قبوله لها Take it فيكون ذلك إيجابا منه ويرد البائع بما يفيد معنى القبول "Sold to you 100 shares U. S. steel at 81 8/7".

هذا، وتبلغ نسبة العمليات التي يعقدها السماسرة المتخصصون لحسابم الخاص ١٥٪ من جملة معاملاتهم، ولأوامر السماسرة الأسبقية فى المقصورة علي الأوامر التي ينفذها السماسرة المتخصصون لحسابهم، ولقد كانت العمولة التى يتقاضاها السماسرة المتخصصون من سائر السماسرة مقابل تنفيذ العمليات التى يكلفونهم بها حتي مطلع عام ١٩٧٧م من ٢ر١سنت عن السهم الذي تقل قيمته السوقية عن ٢ دولار الى ٤,٥ سنت عن السهم الذى تبلغ قيمته السوقية ٢٠٠ دولار فأكثر، أما الآن فان العمولة تخضع للمفاوضة والمساومة[١] .

تاجر تجزئة الأوراق المالية The odd Lot dealer

تختلف وحدة التعامل أى الحد الأدنى من الكميات التى يجرى التعامل عليها من بورصة لأخرى، لذلك نجد أن وحدة التعامل فى البورصات المصرية خمسة وعشرون سهماً[٢]، وهذاالعدد يمثل الحد الأدني في كل صفقة يتم التعاقد عليها داخل المقصورة أما فى بورصة وول ستريت الأمريكية فإن وحدة التعامل مائة سهم، وبالتالي فان كل مائة سهم تعتبر round lot ومادون ذلك يعتبر odd lot.

---

(1) Fredrick Amling op. cit. P. 242.
Dice : op. cit. P. 138

(٢) تم تعديل وحدة التعامل بمقتضى القانون رقم ٩٥ لسنة ٩٢ إلى مائة سهم.

ونظراً لمابدا من تزايد الطلب من جانب صغار المستثمرين على التعامل على مادون هذاالعدد من الأسهم الذى يمثل وحدة التعامل فى الولايات المتحدة فقد بادر عدد من بيوت السمسرة تمشياً مع رغبات فئة من المستثمرين بتطوير اعمالهم وقبولهم التعامل كوسطاء بين العملاء وبين تجار التجزئة الذين قبلوا التعامل علي الأوراق التى يقل عددها عن مائة سهم، وهؤلاء التجار جميعهم من السماسرة المتخصصين، أما عن كيفية تعاملهم فى هذه الأوراق- والتي يمتنع قانوناً عقد صفقات عليها داخل المقصورة- فتتم علي الوجه التالى :

١- فى حالة وجود عروض بيع يقوم السمسار الوسيط ببيع هذه الأوراق إلى تاجر التجزئة والذى لايألو جهداً في تجميعها ثم إعادة بيعها في المقصورة عندمايصل عددهاإلى مايماثل وحدة تعامل كاملة .

٢- فى حالة وجود طلبات شراء يقوم تاجر التجزئة بشراء وحدة تعامل كاملة «مائة سهم» من خلال المقصورة ثم يقوم بتفتيتها splits it up وفقاً لرغبات المشترين من صغارالمستثمرين الذين لايتعامل معهم بطريقة مباشرة، ولكن من خلال السماسرة بإعتبارهم وسطاء بينه وبين العملاء.

أما عن السعر فيتم تحديده علي أساس نسبة معينة من الأسعار التي تمت بها المعاملات في ذات اليوم، هذا، ولقد صار عمل هذه الفئة على درجة كبيرة من الأهمية من وجهة النظر الإقتصادية والاجتماعية(١) .

الموازنــون The Arbitragers

يعرف الموازن بأنه الشخص الذي يشترى في سوق ويبيع في سوق أخرى مبتغيا الحصول على فرق السعرين(٢) وتتم هذه البيوع فى شتى الأسواق السلعية

---

(1) Dice : OP. Cit. P. 138.

Fredrick Amling, op. cit p. 241.

(٢) ليست هناك ترجمة دقيقة لكلمة Arbitrage فهذا المصطلح كما سبق تناوله يشير إلى قيام أحد المحترفين في البورصات بالشراء في أحد الأسواق والبيع في سوق اخر بغرض الحصول على فرق السعرين،=

والمالية، وبين سوقين داخل البلد الواحد أو بين سوقين احدهما داخلية والآخري خارجية، ففى البورصات السلعية تختلف رتب السلع ودرجة جودتها، وتختلف تبعا لذلك أسعارها، فأسعار القطن المصرى تختلف باختلاف الرتبة والدرجة عن أسعار القطن الأمريكى إلاأن هناك دائماً نسبة معلومة بين أسعار القطن فى البلدين.

فإذا إختلفت هذه النسبة بأن ارتفع سعر القطن المصري بالنسبة للقطن الأمريكى فان ذلك سوف يدفع بعض المحترفين من أعضاء البورصة إلي بيع القطن المصرى وشراء القطن الأمريكى ويحققون بذلك لأنفسهم هامشاً من الربح، ويترتب على هذه البيوع عادة اعادة التوازن بما يسمح ببقاء السعر بين القطنين في حدود النسب المعلومة .

=ولا يستهدف المحترفون تحقيق التوازن بين الأسواق، ولذلك خلت الترجمة في معاجم اللغة الأجنبية المتخصصة من المعني الشائع ومنها Arbitrage, the business of buying some commodity, currency or bill of exchange in one market and selling it in another almost at the same time, thus taking advantage of any difference in price or exchage rate between the two markets (long - man Dictionary Enghish J. H. ADAM). of Bussiness

وفي موسوعة المصطلحات الإقتصادية والإحصائية تم ترجمة الكلمة الإنجليزية Arbitrage وتعريفها بالوظيفة التى تؤديها وليس بالنتيجة التي تترتب علي القيام بها وتحت عنوان «إنتقال رؤوس الأموال من توظيف لآخر» وصفتها الموسوعة بأنها عملية نقل رؤوس الأموال القصيرة الأجل من توظيف إلى آخر للحصول على عائد أفضل، وتجرى هذه العملية من مركز مالى «كبورصة باريس» مثلا إلى مركز مالى آخر «كبورصة لندن» وذلك عندما يكون الفرق بين عملتى الفائدة فى المركزين أكبر من تكاليف تغطية الخطر الذى يترتب على إحتمال تغيير سعر الصرف بين عمليتي المركزين، كذلك تحدث مثل هذه العملية بين السندات المختلفة التى تطرح للبيع فى نفس البورصة، عندما تختلف أسعار فائدتها وأثمانها تبعا لذلك «ولم تتطرق الموسوعة مطلقا لموضوع التوازن»

«موسوعة المصطلحات الإقتصادية والاحصائية- د. عبدالعزيز كامل، دار النهضة العربية - بيروت» .

ثم تناول دايس واتيمان Dice& Eiteman فى أعظم المراجع التى تناولت موضوع البورصات، ونقل عنهما كبار الكتاب فى الأدب المالى تعريف القائمين بهذه العمليات بقوله:

An Arbitrager is one who buys in one market and sells in another for a higher price, He makes his profits by buying for example in chicago and selling in New York at a price leaves him a margin at profit beyond his expenses, The term, arbitragers, however suggests a group of men who traded between New York and Foreign exchanges Principally the london Stock Exchange, The business of arbitraging has been removed from the Floor and is now carried on the offices of members of the Exchange.
(charles Amos Dice& Eiteman, op. cit. p. 145- 146)

وما يتم فى الأسواق السلعية يتم أيضاً فى أسواق الأوراق المالية، ذلك أن هبوط سعر إحدى إصدارات الأوراق المالية، وخاصة الدولية - فى أحد الأسواق من شأنه دفع المحترفين فى البورصات الى شرائها بقصد إعادة بيعها فى سوق أخرى.

ويشير مصطلح الموازنين The Arbitragers فى بورصة وول ستريت الي مجموعة من المحترفين الذين يشتغلون بعمليات البيع والشراء فيما بين بورصة نيويورك والبورصات الخارجية، وعلى الأخص بورصة لندن، وقد كان لهؤلاء المحترفين موقعا ثابتا فى البورصة فيما قبل الحرب العالمية، إلا أن الحال قد تغير الآن وانتقل تنفيذ هذه العمليات من ردهات البورصة إلى مكاتب أعضاء البورصة.

صانعو الأسواق Market Makers

يلعب صانعو الأسواق دوراً بالغ الأهمية فى جميع أسواق الأوراق المالية العالمية حتى لا يكاد المرء يتصور إمكان الاستغناء عنهم دونما التسبب فى تعطيل عملية التداول عن دورها المنظم.

ويقوم بوظيفة صانعى الأسواق فى لندن فئة من الوسطاء المشتغلين بالتجارة فى الأوراق المالية وهم أولئك الذين يعرفون «بالجوبرز» Jobbers ويبلغ عددهم ثلاثة عشر تاجراً، يتعاملون مع سماسرة الأوراق المالية من أعضاء البورصات فى سوق مستمر تتدفق فيه أوامر البيع والشراء[١] .

وليس من المتصور فى هذه السوق ولا غيرها حدوث إختناقات على أحد الإصدارات أو تدفق عروض البيع دون أن يقابلها طلبات شراء فى وجود صانعى الأسواق، إذ تحتفظ السوق دائما بحالة من التوازن بين العرض والطلب، ويتحقق

---

(١) أسواق رأس المال فى الدول العربية اعداد صندوق النقد العربى بحث د. هاشم الصباغ وأيضاً Harold wincott, the stock market. London.

- مجلة البورصات العربية بحث السيد/ فيصل على المطوع، العدد الثاني، شوال ١٤٠٥هـ/حزيران ١٩٨٥.

هذا التوازن من خلال الدور الذي يقوم به «الجوبرز» وصانعو الأسواق، فما كان السمسار - فى لحظة - بائعاً إلا وكان الجوبر مشترياً، وما كان السمسار مشترياً إلا وكان الجوبر بائعاً، ويترتب على ذلك استمرار تدفق السيولة فى السوق والمحافظة على توازن العرض والطلب، حتى أنه ليصدق القول أن دور الجوبر مع السمسار أشبه فى أدائه بنظرية الأوانى المستطرقة.

ويتحقق لسوق التداول بذلك أهم وظائفه وهى القدرة على تسييل الأوراق المالية بسرعة وسهولة وإيجاد توازن مستمر بين العرض والطلب مما يخفف من حدة تقلبات الأسعار ويؤدى الى استقرارها واقترابها من الثمن العادل Fair price فضلاً عن ضمان استمرارية السوق.

وفى بورصة نيويوك يتعاظم دور صانعى الأسواق على إختلاف مسمياتهم، ولعل أكثرهم حيوية وقدرة ونشاطاً هم من يتسمون بالمتخصصين Specialists وعددهم وحدهم يبلغ حوالى ٣٦٠ تاجراً متخصصاً، ويشارك هؤلاء فى صناعة السوق Market making سائر أعضاء البورصة المشتغلين بأعمال المتاجرة لحسابهم وهم الذين يطلق عليهم Floor traders، وكذا التجار الذين يتعاملون على عدد من الأوراق يقل عن وحدة التعامل odd-lot-Dealers بغرض مقابلة احتياجات صغار المستثمرين وإن كانوا لا يتعاملون معهم بطريقة مباشرة. كل أولئك وغيرهم من المشتغلين بأعمال المتاجرة فى الأوراق المالية يقومون بدور صانعى الأسواق فى بورصة نيويورك.

ولا يقتصر دور صانعى الأسواق على الأسواق الرسمية، وإنما يتسع هذا الدور من جانبهم ليشمل الأسواق غير الرسمية، إذ يقوم الديلرز فى هذه الأسواق بدور رئيسى فى صناعة هذه السوق. وقد سبق التصدى لهذه المسألة بالتفصيل عند تناولنا لدور الديلرز فى الأسواق غير الرسمية.

ولعله من المفيد أن نضيف أن المهمة التي تضطلع بها شركات الوساطة المالية

فى صناعة الأسواق لا تدخل ضمن فلسفة عملها أية اعتبارات تستهدف دعم السوق التى تعمل بها، وما دخولها السوق بائعة أو مشترية إلا بغرض تحقيق هامش من الربح يمثل الفرق بين سعرى البيع والشراء The spread between asked and Bid quotations فما يباع من خلالهم اليوم يسترد فى الغد بثمن أقل ليباع مرة أخرى بثمن أعلى.

ويتعين الاشارة هنا إلى الآتى:

١ - أن التزام صانعى الأسواق بتسعير الأوراق المالية بيعاً وشراءً تحت جميع الظروف السوقية (عدا القهرية منها) يقتضي تمتعهم بمقدرة مالية وقدرة استكشافية خارقة وخبرة واسعة.

٢ - أن ضخامة المسئولية الملقاه على عاتق صانعى الأسواق، وعظم المخاطر التى يتحملونها، وتعذر تنفيذ السماسرة لأوامر عملائهم فى عدة مواقع فى آن واحد، هى التي دعت المشتغلين بالمتاجرة إلى التخصص فى قطاع معين وإصدار واحد فى هذا القطاع أو عدد من الاصدارات يقل عادة عن عدد أصابع اليد الواحدة.

٣ - أن تعدد صناع السوق والتنافس الحر فيما بينهم هو ضمان لإستمرارية التداول والحيلولة دون سيطرة أحد الأطراف على السوق وحركة الأسعار.

٤ - أن طبيعة أعمالهم تقتضى حضورهم المستمر داخل قاعات التداول وهو الأمر الذى يمكنهم من تحديد أسعار البيع والشراء.

ضمان جدية المعاملات وعدم صوريتها:

- تقضى المادة ٦٩ من اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية فى مصر بالآتى:

«يجب على السمسار التحقق من وجود الأوراق أو ثمنها لدى العميل صاحب الشأن قبل إجراء التعاقد، وله أن يطلب من العميل أن يسلمه الأوراق أو الثمن قبل التعاقد، وللجنة البورصة عند الإقتضاء أن تقرر إلزام السمسار بذلك

بالنسبة الي بعض الأوراق المالية أو كلها[1].

- وتقضى المادة ٣٥ من اللائحة الداخلية بأن يكون تسليم الأوراق المبيعة فى مكتب المشترى مقابل أداء الثمن بواسطة شيك على غرفة المقاصة وللبائع حق تسليم الأوراق خلال اليوم الأول فى بورصة الاسكندرية واليوم الثانى فى بورصة القاهرة. ويلتزم المشترى بإداء الثمن عند التسليم، وتعين لجنة البورصة الساعات التى يمكن فيها أداء الثمن.

- يقابل هذه المادة فى النظام الداخلى لسوق عمان المالي المادة ٤١ فقرة ب والتى تنص على الآتى: «على الوسيط عدم القيام بالتعامل بالأوراق المالية إلا بعد التأكد من حيازة شهادة ملكية الأسهم من قبل مالكها أو من ينوب عنه قانوناً أو أن تبين الشركة أن الشهادة موجودة فى حوزتها وليست محجوزة أو مرهونة أو مفقودة ولم تعط شهادة جديدة بدلا عنها.

- وتنص المادة ٣٦ من لائحة سوق الكويت على الآتى:

«على الوسطاء فى موعد أقصاه يوم العمل التالى ليوم التداول إتخاذ جميع الإجراءات المتعلقة بتحويل ملكية الأسهم وسداد أثمانها الى عملائهم وفقاً لنظام التقاضى الذى تحدده إدارة السوق، ويتحمل الوسطاء كامل المسئولية عن جميع الصفقات التي قاموا بإبرامها مالم تنفذ خلال الموعد المذكور.

- تتفق بورصة كوبنهاجن مع باقى البورصات فى تحمل الوسيط للمسئولية فى انجاز العمليات أي تسليم الأوراق المباعة الى المشترى وتسليم الثمن للبائع ولذلك تنص المادة السابعة عشر من قانون بورصة كوبنهاجن رقم ٢٢٠ سالف الذكر على الآتى:

---

(١) لم يتضمن قانون سوق رأس المال أو لائحته التنفيذية ما يوجب على السمسار التحقق من وجود الأوراق أو ثمنها إلا أن شركات السمسرة تلتزم بمضمون المادة ٦٩ من اللائحة العامة للبورصات الملغاه التزاماً بالقواعد التى تضعها البورصة والتى أشارت إليها المادة ٩٤ من اللائحة التنفيذية وبما جرى عليه العرف فى هذا الشأن.

«أعضاء البورصة مسئولون أمام بعضهم البعض عن إتمام العمليات التى نفذت بواسطتهم فى البورصة

The members of the stock exchange shall be responsible towards each other for the completion of the transactions carried out by them on the stock exchange.

إحكام الرقابة على الوسطاء:

درءًا للمفاسد التى يمكن أن تترتب على محاولة الوسيط الإستفادة من الوكالة التى عهد اليه بها الآخرون وإمكان المتاجرة بحقوق هؤلاء الموكلين، قضت المادة ٣٥ من اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية فى مصر بأنه «لا يجوز للسمسار أن يعقد عمليات لحسابه الخاص أو لحساب زوجته أو أحد أقاربه أو أصهاره إلى الدرجة الرابعة أو التابعين له أو شركائه تنفيذاً لأوامر صادرة من عملائه وعملاء التابعين له.

ويتفق التشريع الأردنى مع التشريع المصرى فى هذا الصدد، إذ تنص المادة ٤٤ من النظام الداخلى لسوق عمان المالى على الآتى:-

(أ) يمتنع على الوسيط إذا كان شخصاً طبيعياً تداول الأوراق المالية لحسابه الشخصى أو لحساب زوجه أو أحد أقاربه حتى الدرجة الرابعة إلا من خلال وسيط آخر.

(ب) يمتنع على الوسيط إذا كان شخصاً اعتبارياً تداول الأوراق المالية لحساب الشركاء وأعضاء مجلس الإدارة أو هيئة المديرين حسب واقع الحال أو لحساب أزواجهم أو لحساب أقاربهم حتى الدرجة الرابعة إلا من خلال وسيط آخر كما يسرى هذا المنع على كل موظفى الوسيط.

- أما التشريع الكويتى وإن اتجه أيضاً إلى وضع القيود على تصرفات الوسطاء إلا أنه كان أيسر شأناً وأقل حسماً من سابقيه، إذ تقضى المادة ٤٢ من لائحة

الكويت على الآتى: «لا يجوز لأى شركة من شركات الوساطة التوسط في بيع أو شراء الأوراق المالية المقبولة لدى السوق لحساب أى من أعضاء مجلس إدارتها أو مديرها أو أحد موظفيها أو أزواجهم أو أقاربهم من الدرجة الأولى، ويجوز لهؤلاء البيع أو الشراء من خلال شركة وساطة أخرى.

- ولم يخالف التشريع الدانماركى التشريعات السابقة فيما ذهبت إليه فى سبيل ضمان نزاهة الوسيط وأحكام الرقابة عليه، إذ تنص المادة الثامنة عشر من قانون بورصة كوبنهاجن رقم ٢٢٠ على الآتى: «أن أعضاء البورصة قد يقومون بتنفيذ العمليات على أساس من العمولة أو لحساب أنفسهم، ولكن ذلك رهن بشرط ألا يقوم عضو بالبورصة بتنفيذ عمليات لحسابه الخاص فى أسهم قد تلقى بشأنها أوامر من عملائه بالبيع أو الشراء.

1-A member of the stock exchange may carry out transactions at the quotation on a commission basis or for his own account.

2-Provided that a member of the stock exchange shall not carry out transactions for his own account in shares in which he has orders to buy or orders to sell.

ومن القيود التى سنتها التشريعات الأخرى ولم يتصد لها الشارع المصرى وكأنه اكتفى بالأعراف السائدة مايلى:

تنص المادة السابعة من لائحة بورصة الكويت على الآتى:-

- «يجب على الوسيط أن يتصرف وفقاً للأوامر الصادرة اليه من عملائه وألا يتصرف وفقاً لرأيه المطلق مالم يكن مفوضاً فى ذلك».

- واتفق التشريع الأردنى مع التشريع الكويتى فيما ذهب إليه، إذ تنص المادة ٦١ من النظام الداخلى لسوق عمان المالى على الآتى:-

- «لا يجوز للوسيط أو وكيله أو التابع لهما أن يتصرف حسب رأيه المطلق أو

أن يفرض رأيه عندما يقوم بالتعامل بالأوراق المالية لصالح عملائه مالم يكن مخولاً من قبل عميله بموجب تفويض خطى لممارسة مثل هذا التصرف[1].

موقف الفقه الإسلامي من المشتغلين بالمتاجرة في بورصات الأوراق المالية:

تناولت خلال هذا البحث موقف الشريعة الإسلامية من سماسرة الأوراق المالية باعتبارهم وكلاء بالعمولة، وانتهيت إلي أن الوكالة جائزة شرعاً بالكتاب والسنة، وبلا خلاف بين الفقهاء من السلف والخلف، علي أساس أن كل ما جاز للإنسان أن يتصرف فيه بنفسه، جاز له أن يوكل فيه غيره، وله أن يقيم شخصاً آخر مقام نفسه فى تصرف جائز معلوم إذا كان الموكل ممن يملك التصرف.

أما فيما يتعلق بباقى أعضاء البورصات ممن يشتغلون بالمتاجرة فى الأسواق المالية بيعا وشراء فشأنهم شأن سائر التجار. والتجارة جائزة بالكتاب والسنة وإجماع الأمة. أما دليلنا من الكتاب فقوله تعالى:

﴿ هل أدلكم على تجارةٍ تنجيكم من عذابٍ أليم ﴾ «الصف الآية ١٠»

﴿ يرجون تجارة لن تبور﴾ «فاطر الأية ٢٩»

﴿رجال لا تلهيهم تجارة ولا بيع عن ذكر الله﴾ «النور الأية ٣٧»

﴿ واذا رأوا تجارة أو لهواً انفضوا إليها وتركوك قائما ﴾ «الجمعة الأية ١١»

﴿ إن الله اشترى من المؤمنين أنفسهم ﴾ «التوبة الأية ١١١»

﴿ أولئك الذين اشتروا الضلالة بالهدى فما ربحت تجارتهم ﴾ «البقرة الآية ١٦»

ففى هذه الآيات البينات والتى تعرضت لمسألة التجارة والربح والخسارة ما يكفى لإقامة الدليل على جوازها.

---

(١) استحدث المشرع المصرى نصاً مماثلاً حيث تنص المادة ٩٦ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ٩٢ على أن تلتزم شركة السمسرة التى نفذت عملية على خلاف أوامر العميل أو على ورقة مالية غير جائز تداولها قانونا أو محجوز عليها بتسليم ورقة غيرها والا وجب عليه تعويض العميل.

وأما دليلنا من السنة المطهرة فالأحاديث المروية عن الصادق المصدوق الذى لا ينطق عن الهوى صلوات الله وسلامه عليه.

«فعن جابر ابن عبد الله قال: قال رسول الله صلى الله عليه وسلم:

«رحم الله عبداً، سمحاً إذا باع، سمحاً إذا اشترى، سمحاً إذا قضى، سمحاً إذا اقتضى(١).

وعن أبى سعيد الخدرى رضى الله عنه عن النبى ﷺ قال التاجر الصدوق الأمين مع النبيين والصديقين والشهداء(٢).

وعن أنس رضى الله قال: قال رسول الله ﷺ التاجر الصدوق تحت ظل العرش يوم القيامة(٣).

وعن حكيم إبن حزام رضى الله عنه قال: قال رسول الله ﷺ «البيعان بالخيار ما لم يتفرقا، فان صدقا وبينا بورك لهما فى بيعهما وإن كتما وكذبا محقت بركة بيعهما(٤).

---

(١) الحديث رواه أبو داود فى سننه من راوية ابن عباس عن أبى بن كعب وأورده السيوطى فى جامعه الكبير فى باب الراء، ورواه البخارى فى صحيحه فى كتاب البيوع بلفظ رحم الله رجلا سمحا إذا باع، وإذا اشترى، وإذا اقتضى» وراوه ابن ماجة فى سننه فى كتاب التجارات، باب السماحة فى البيع ج٢ ص٧٤٢ برقم ٢٢٠٢ ورمز له بالصحة

(٢) الحديث رواه الترمذى، وحسنه ورواه ابن ماجة من حديث ابن عمر بلفظ التاجر الأمين الصدوق المسلم مع الشهداء يوم القيامة هكذا ذكره ابن حجر العسقلانى فى مختصره ألف الترغيب والترهيب للحافظ المنذرى فى باب ترغيب التجار فى الصدق وترهيبهم من الكذب وذكره أيضا ابن حجر الهيتمى فى الجزء السادس طبعة الشعب - من كتاب الزواجر.

(٣) الحديث رواه الأصبهانى والبغوى فى شرح السنة وذكره ابن حجر العسقلانى فى مختصر الترغيب والترهيب للمنذرى وكذلك أورده الهيثمى فى الزوائد.

(٤) الحديث رواه البخارى ومسلم بالاتفاق واللفظ للبخارى - انظر اللؤلؤ والمرجان باب الصدق فى البيع والبيان وكذا ذكره صاحب سبل السلام - الجزء الثالث- برقم ٧٧٦٩ برواية عمرو بن شعيب عن أبيه عن جده وقال رواه الخمسة إلا ابن ماجة ورواه الدار قطنى وابن خزيمة وابن الجرود - وأورده الشوكانى فى باب اثبات خيار المجلس.

وعن عبد الله بن عمر رضى الله عنهما أن رجلاً ذكـر للنبـى ﷺ أنـه يخدع فـى البيـوع فقال: إذا بايعت فقل لا خلابة[1].

وعن عبـد الله بن عمـر رضى الله عنهمـا، ان رسـول الله ﷺ قال: من ابتاع طعاماً فلا يبيعه حتى يستوفيه[2].

إلا أن الاسلام وضع الضوابط والقواعد التى تضمن سلامة البيوع وصحة العقود ودفعه الضرر والسلامة من الضرر، وأكل أموال الناس بالباطل، وهو الأمر الذى سنتناوله بقدر من التفصيل فى الباب الثانى عند معالجتنا للبيوع التى يقوم بها السمساسرة ومعاونوهم فى أسواق الأوراق المالية وموقف الشريعة الاسلامية منها، وعلى ضوئها يمكن تحديد موقف كل منهم، فمن تعامل فى محرم كان آثماً، ومن أعان منهم على معصية كان عاصياً، ومن تصرف فيما لا يملكه ولم يكن مأذوناً فى تصرفه كان فضولياً، ومن أعطى قرضاً جر له نفعاً كان مرابياً وكل امرئ بما كسب رهين.

---

(١) الحديث متفق عليه وفيه دليل على خيار الغبن فى البيع والشراء إذا حصل الغبن وذكره صاحب سبل السلام فى باب الخيار وورد أيضا فى اللؤلؤ والمرجان فى باب من يخدع فى البيع. وذكره أيضا الشوكانى فى باب شرط السلامة من الغبن الجزء الخامس مطبعة مكتبة الدعوة.

(٢) الحديث رواه الشيخان وأخرجه البخارى فى كتاب البيوع - باب الكيل على البائع والمعطى، انظر اللؤلؤ والمرجان - وانظر الشوكانى أيضا فى باب نهى المشترى عن بيع ما اشتراه قبل قبضه.

المبحث الثالث
القوانين الحاكمة للتعامل فى بعض
بورصات الأوراق المالية

تمهيد:

إذا كان القانون الخاص لايخرج فى مفهومه العام عن كونه مجموعة من القواعد التى تنظم التعامل فيما بين الأفراد فإن المعاملات التى تتم فى مختلف أسواق الأوراق المالية تختلف من سوق لأخرى فى درجة تحصنها مما يشوبها من الغرر والتغرير والربا والتدليس والتزييف والأراجيف والمعاملات الصورية والوهمية وذلك باختلاف النظم الحاكمة للتعامل فى كل منها. واختلاف القوانين الوضعية من بلد لآخر أمر طبيعى ذلك أنها تعبر عن فلسفة الشعوب والمجتمعات، والقيم والمعتقدات، وتتعدد من حين لآخر بتعدد الحاجات وتغير الزمان والمكان، ولتواكب حركة التطور فى شتى العصور والأزمان.

ومن الملاحظ أن معظم التشريعات السائدة في الدول العربية تحكمها قوانين متفرقة ومتشعبة حتى انه ليصعب تلمس أى تشابه بين تشريع وآخر فى الدول العربية ولو رجعنا إلى الوراء قليلاً - نجد أن معظم القوانين فى الدول العربية ما هى إلا قوانين مقتبسة من القوانين الأمريكية والفرنسية ومجلة الأحكام العدلية ومن تلك القوانين خرجت المفاهيم التى تنظم الأنشطة التجارية لكل دولة على حدة ومن ثم كان من الطبيعى أن تختلف القوانين من بورصة لأخرى[1] وقد ترتب على اقتباس هذه التشريعات من الغرب أن جاءت هذه التشريعات بمفاهيم لم نألفها ومعتقدات لاندين بها وإنما تعبر عن حضارات شعوبها ولذلك نرى معظم هذه

---

(١) بحث جاسم المضف فى ندوة الاستثمار ومعوقاته فى بورصات الأوراق المالية العربية الاتحاد العربى لبورصة الأوراق الماليه.

التشريعات تستبيح التعامل فى الأدوات الربوية، ولم يقف الأمر عن هذا الحد. إذ يجرى الآن فى بعض الدول الإسلامية دراسة البيوع التى تتصف بالمقامرة لتطبيقها لديها كبيع الخيار فى البورصات العالمية كأدوات استثمارية اقتباسا من التشريعات الغربية التى يعدونها أكثر تطورا(١).

كل هذه الممارسات وجدت من يقبل عليها فى المجتمع العربى إلا أن أغلبية المواطنين العرب وهم يدينون بالإسلام يعتقدون ان هذه الممارسات محرمة وحتى لو أقبلو عليها فإنهم يشعرون بمرارة الذنوب والآثام، ولو منحت لهم فرص استثمار أموالهم بطرق أسلم لاقبلوا عليها باطمئنان وحماس أكثر ولأقبل عليها معهم الكثير ممن يحجم الآن عن دخول أسواق الأوراق المالية لأسباب دينية.

ونتناول فيما يلى أهم النظم والقواعد الحاكمة للتعامل فى البورصات المصرية مع المقابلة بما هو مطبق فى بعض الأسواق العربية والغربية كلما أمكن ذلك.

النظم الحاكمة للتعامل في البورصات المصرية:(٢)

خلال نصف القرن الأخير صدرت عدة تشريعات تنظم التعامل فى بورصات الأوراق المالية فى مصر. وقد تم التصديق على أول لائحة عامة لبورصات الأوراق المالية فى مصر بمقتضى المرسوم الصادر فى ٣١ ديسمبر سنة ١٩٣٣ وجرى العمل بها حتى عام ١٩٥٧.

وفى الثالث عشر من شهر يوليو سنة ١٩٥٧ صدر القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ باللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية، بعد أن كان قد انقضى على العمل باللائحة السابقة ما يقرب من ربع قرن تغيرت خلاله الظروف الاقتصادية والمالية للبلاد، مما دعا إلى إعادة النظر فيها خاصة وأن هذه اللائحة كانت أيضا محل إنتقاد نظراً لما شابها من عيوب فى الترجمة - تقدح فى دقتها- عند النقل من

---

(١) تعقيب د. كحكد جراية على البحث المقدم من د. جاسم بتصرف من قبل الباحث.
(٢) موجز المعلومات الخاصة بسوق الأوراق المالية ص اميل ليض ط ١٩٥٨.
- د.على العريف مرجع سابق.

اللغة الفرنسية[1] التى وضعت بها – إلى اللغة العربية – ثم صدرت اللائحة الداخلية بقرار وزير الاقتصاد برقم ٤٦ لسنة ٥٨ فى ١٥ مايو سنة ١٩٥٨.

إلا أن التغيرات المالية والاقتصادية والاجتماعية التى صاحبت سياسة الانفتاح الاقتصادى اقتضت اجراء بعض التعديلات على بعض القوانين المعمول بها، فصدر القانون رقم ١٢١ لسنة ٨١ بتعديل بعض أحكام القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ باللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية. وكان من أحد التعديلات التى تضمنها هذا القانون الغاء أحكام القانون رقم ٣٢٦ لسنة ١٩٥٣ فى شأن التعامل فى الأوراق المالية واضافة مادتين جديدتين برقمى ٢٠ مكررا، ٥٤ مكررا على النحو التالى:

مادة ٢٠ مكرر، لا يجوز التعامل فى الأوراق المالية سواء كانت مقيدة بجدول الأسعار الرسمى أو غير مقيدة بالجدول الا بواسطة أحد السماسرة المقيدين ببورصات الأوراق المالية، ويكون السمسار الذى تتم الصفقة بواسطته ضامنا لسلامة البيع. ويقع باطلاً بحكم القانون كل تعامل بخلاف ذلك.

مادة ٥٤ مكررا : – يقيد أعضاء مراسلون «السماسرة المقيدون فى البورصات الأجنبية وذلك بشرط المعاملة بالمثل... وبشرط أن يعمل السمسار المراسل عن طريق سمسار مصرى.

ومع توجهات الدولة نحو اصلاح المسار الاقتصادى وتوسيع قاعدة الملكية والتحول إلى اقتصاديات السوق الحر شرعت الدولة فى اصدار قانون ينظم سوق رأس المال فى مصر ويتفادى السلبيات التى كشفت عنها الممارسات خلال الفترة السابقة، ويستهدف رفع مستوى كفاءة البورصات المصرية وتحسين مستوى أدائها وترشيد آليات السوق والتى يغلب عليها عدم الرشادة الاقتصادية، فصدر القانون

---

(١) المذكرة التفسيرية للقانون رقم ١٦١ لسنة ٥٧.

رقم ٩٥ لسنة ٩٢ باصدار قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية.

ومن أهم النصوص التى استحدثها القانون والتعديلات التى أدخلها ما يلى :

السماح بإصدار أسهم لحاملها

١ - أجازت المادة الأولى من القانون اصدار الشركة أسهم لحاملها فى الحدود ووفقا للشروط التى تبينها اللائحة التنفيذية.

وإذا كان المشرع قد أضاف هذه الأداة بما يكفل تعدد روافد الاختيار بين المستثمرين، إلا أن الحدود والشروط التى أشارت اليها المادة السابقة لم تكن سوى عدد من القيود التى لا تترك معها للمستثمر خياراً سوى الانصراف عن هذا النوع من الأسهم، ومن هذه النصوص المقيدة :

(أ) ما نصت عليه المادة ١٢ من اللائحة التنفيذية للقانون بأنه لا يجوز استخراج بدل فاقد عن الورقة المالية لحاملها المفقودة.

(ب) ما نصت عليه المادة السابقة أيضا فى الفقرة الثالثة بأنه لا يجوز استخراج بدل تالف عن الورقة المالية لحاملها إلا إذا أمكن التعرف عليها وتحديد معالمها.

(جـ) ما نصت عليه المادة الأولى من القانون بألا يكون لحاملى هذه الأسهم الحق فى التصويت.

ورغبة من المشرع فى تحجيم اصدار هذا النوع من الأسهم -- والتى يبدو أنه قد حُمل على استحداثها بدعوى التطوير والتنويع - قيد المشرع إجازته لاصدار هذه الأداة بما نصت عليه المادة الأولى من اللائحة التنفيذية «الفقرة الثالثة» بألا يتجاوز المصدر من الأسهم لحاملها ٢٥٪ من جملة الأسهم التى أصدرتها الشركة.

معالجة قانون سوق رأس المال لمسألة الشركات المغلقة

٢ - ومن النصوص التشريعية المعالجة للسلبيات التى كشفت عنها الممارسات خلال الفترة السابقة، ما نصت عليه المادة ١١ من قانون سوق رأس المال من

قصر الاعفاءات الضريبية على شركات الاكتتاب العام دون الشركات المغلقة باستثناء المقيد منها فى بورصة الأوراق المالية فى تاريخ العمل بهذا القانون.

وقد أحسن المشرع صنعاً باصدار هذا النص بعد أن تكشفت مثالب قيد هذه الشركات فى السوق الرسمية، والتى تمثل نحو ٨٠٪ من جملة الشركات المقيدة فى هذه السوق، ومع هذا لم تكن المقصورة تشهد تعاملاً عليها الا لماما. ليس هذا فحسب، بل ساهمت هذه الشركات فى افساد جهاز الثمن وتحييد آليات السوق وتشويه الأسعار، وكيف لا والمؤسسون هم البائعون، وهم المشترون وهم المسيطرون على السوق!

ومن المعروف أن هذه الشركات إما عائلية أو مملوكة لنفر قليل، وقد سارع أصحابها بتأسيسها وقيدها فى بورصة الأوراق المالية للتمتع بالاعفاءات الضريبية التى تقررت بالقانون لتحفيز المستثمرين وأصحاب رءوس الأموال على تأسيس الشركات وتوجيه أموالهم فى استثمارات عينية أو خدمية للمساهمة فى عمليات الانماء الاقتصادى وتنشيط سوق رأس المال.

القانون يلزم بورصات الأوراق المالية بنقل الملكية في أقل من ٧٢ ساعة

٣ – ومن النصوص التى استحدثها القانون وعالجت ما يراه البعض من العيوب الملازمة للأسهم الإسمية ما نصت عليه المادة «١٠٠» من قانون سوق رأس المال والتى تقضى بانتقال ملكية الأوراق المالية الإسمية المقيدة باتمام قيد تداولها بالبورصة. وتنص ذات المادة على قيام البورصة باخطار الجهة مصدرة الورقة بانتقال الملكية خلال ثلاثة أيام من تاريخ القيد.

وقد ساهم هذا النص فى ابطال حجج المنادين باصدار أسهم لحاملها، بزعم أن عملية نقل الملكية لدى الجهة المصدرة للورقة المالية تستغرق شهراً كاملاً، وأن ذلك يعد من أهم معوقات تنشيط السوق، والحد من قدرته على تسييل الأوراق المالية.

قصر التعامل فـــي مجـال الوســاطة المالية علــي شركات المساهمــة والتوصيـــة بالأســـهـم

٤ - ومن المواد التى استحدثها القانون وتعد طفرة بالتشريع لملاحقة التطور المذهل فى أسواق رأس المال ما نصت عليه المادة ١٢٤ من اللائحة التنفيذية بأن تتخذ الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية المنصوص عليها فى القانون شكل شركة المساهمة أو شركة التوصية بالأسهم. وقد ألزمت المادة ٣٤ من قانون سوق رأس المال بيوت السمسرة بتعديل أوضاعها وفقا لأحكام هذا القانون والقرارات المنفذة له خلال ستة أشهر من تاريخ العمل باللائحة التنفيذية لهذا القانون.

وقد أحسن المشرع صنعاً بالزامه بيوت سمسرة الأوراق المالية أن تتخذ شكل شركات مساهمة أو التوصية بالأسهم بعدما استبان لكافة الجهات العاملة فى سوق المال والمراقبة لأداء سوق رأس المال ان هذه البيوت قد عجزت عن القيام بوظائفها الأصيلة والتى تقتضى توفر قدرات مالية كبيرة لاستخدامها فى عمليات تغطية الاكتتاب، والاستعانة بعدد وفير من الخبراء فى مجال التحليل المالى والاستثمار بما يمكنها من الوقوف على مدى سلامة المراكز المالية للشركات وقدراتها على تحقيق الأرباح ودراسة المؤشرات، والتنبؤ باتجاهات الأسعار، وتقويم الاستثمارات المالية للمتعاملين فى البورصات والناشدين الاستفادة من تقلبات الأسعار.

٥ - ورغبة من المشرع فى الحد من قيد أوراق الشركات المغلقة والتى يغلب عليها طابع الشركات العائلية، والتى لا يرجى تعامل عليها أو انتقال لحيازتها الا بوفاة أحد الشركاء، أو بقصد التلاعب بالأسعار، نصت المادة ٩٧ من اللائحة التنفيذية على أن يشطب سعر اقفال الورقة إذا مضت ستة أشهر متصلة دون عقد عمليات عليها، ويشطب قيد الشركة من البورصة إذا بلغت المدة المذكورة سنة.

عالج المشرع مسألة العمليات التطبيقية والتى كان يقوم بها وسيط واحد باعتباره وكيلاً عن البائع ووكيلاً عن المشترى فى ذات الوقت فنصت المادة ٩٢ من اللائحة التنفيذية على الآتى «على شركة السمسرة فى حالة قيامها تنفيذاً لأوامر صادرة اليها من طرفيها الاعلان عن ذلك بطريقة واضحة على لوحة التداول لمدة نصف ساعة على الأقل قبل تنفيذ العملية، ويجوز لكل شركة خلال مدة الاعلان التدخل لتنفيذ العملية بذات شروط العميل بسعر أعلى من سعر الطلب أو أقل من سعر العرض». واستحداث هذا النص يتفق مع التشريع الكويتى فى المادة ٢٦ من لائحة البورصة عام ٨٤ والتى تنص على أنه إذا كان الوسيط بائعاً ومشترياً فى نفس الوقت فلا يجوز له عقد الصفقة مع نفسه إلا بعد أن يضىء اللون الأحمر المثبت باللوحة والانتظار لمدة دقيقتين له بعدها عقد الصفقة مع نفسه ما لم يتقدم أحد من الوسطاء خلال تلك المدة لاتمام الصفقة معه.

والنص فى التشريع المصرى أو الكويتى على الوجه المتقدم يراعى مصلحة العميل سواء كان بائعاً أم مشترياً ويتصف بالانصاف بالنسبة لطرفى التعاقد.

ويتفق ذلك أيضاً مع توصيتنا فى رسالتنا عن أسواق الأوراق المالية، والتى اقترحنا من خلالها «ألا يتعامل الوكيل بالعمولة والوسيط مع نفسه ولو لتنفيذ عملية تطبيقية اذا تصادف وصدر اليه أمر بالبيع وآخر بالشراء لذات الورقة وبذات السعر ما لم يكن قد عرض الورقة للبيع ولم يجد استجابة من جانب الطلب أو طلبها للشراء دون استجابة من جانب العرض خروجاً من الخلاف فى جواز توكيل شخص عن العاقدين فى عقد واحد فضلا عن امكان الحصول على سعر أفضل الطرفين.

وقريبا من ذلك ما اتجه اليه المشرع الدانماركى من خلال المادة ١٩ من القانون رقم ٢٣٠ من اتمام الصفقة وفقا للسعر الجارى وليس بالمقاصة إذا اشترط العميل ذلك

Where a member of the Stock Exchange has received orders to buy as Well as to Sell the same securities, he may execute the order to buy by delivery of such securities as he has orders to sell (Compensation) unless the principal has stipulated that the Order shall be executed at the quotation on the stock exchange. Where matching orders are executed by Compensation, the transactins shall be settled at the same price with buyer and seller.

الرقابة على اتجاهات الأسعار

رغبة من المشرع فى الحد من المناورات والمضاربات التى تشهدها قاعات التداول فى بورصتى الأوراق المالية بالقاهرة. والاسكندرية، والتى أدت إلي تحييد آليات السوق وافساد جهاز الثمن وتشويه الأسعار وخلق قيم غيم حقيقية -Fabri cated values لا تعكس بأى قدر حقيقة المراكز المالية للشركات المتعامل على أوراقها بالسوق وهو الأمر الذى ترتب عليه انفصام القيم السوقية عن مراكز الشركات المصدرة لهذه الأوراق المالية وأصبحت السوق ولأول مرة فى تاريخها تبدو وكأن لها حياتها الخاصة مستقلة تماماً عن كل قواعد وأصول الاستثمار، لذلك لم يكن مستغرباً أن يتدخل التشريع لحماية المتعاملين فيه، ويقلل من مخاطر هيمنة حفنة من المضاربين على السوق واتجاهات الأسعار فنصت المادة ٢١ من قانون رأس المال رقم ٩٥ لسنة ٩٢ على حق رئيس البورصة وقف التعامل على أية ورقة مالية اذا كان من شأن استمرار التعامل بها الاضرار بالسوق أو المتعاملين فيه.

كما أجازت المادة ٢٢ لرئيس الهيئة اذا طرأت ظروف خطيرة أن يقرر تعيين حد أعلى وحد أدنى لأسعار الأوراق المالية بأسعار القفل فى اليوم السابق على القرار، وتفرض هذه الأسعار على المتعاقدين فى جميع بورصات الأوراق المالية.

وتتفق هذه النصوص مع القواعد التى تضمنتها اللائحة الداخلية لبورصة الكويت والتى تقضى بأنه يجوز للجنة السوق وعند الضرورة تحديد نسب تقلبات

الأسعار بما يؤدى إلى تجاوز النسب المحددة ولمدة تزيد على ثلاثة أيام عمل لكل حالة. وقد حددت إدارة السوق الكويتية وحدات تغير الأسعار بنسب تتراوح بين ٤٠٪ ، ٠٥٪.

ويقابل هذه النصوص فى سوق عمان فى نطاق الرقابة على الأسعار ما نصت عليه المادة ٦٧ من النظام الداخلى لسوق عمان المالى والتى تقضى بالآتى :

«يحق للجنة أن تقرر نسبة الزيادة أو الانخفاض فى أسعار الأوراق المالية فى فترة التداول وفق ما تراه مناسبا، وللمدير العام أو من يفوضه فى ذلك الحق فى ايقاف التداول الذى يجرى خلافاً لأحكام هذه المادة.

وعلى الرغم من وضوح دلالة هذه التوجهات والغايات التى توخاها المشرع فى العديد من البلدان من حرص على حماية المتعاملين فى هذه الأسواق من المضاربات والمناورات التى تؤدى إلى افساد الاسعار، إلا أن هذه التوجهات قوبلت بالنقد من جانب بعض الليبراليين الذين يرون أن التدخل فى حركة واتجاهات الأسعار وسلوك السوق من جانب الجهات المراقبة لأداء هذه الأسواق لا يتفق وقواعد اقتصاديات السوق وميكانيزم الأسعار.

ولعل أبلغ رد على الليبراليين هو ما تضمنه قانون بورصة باريس وهى احدى دول الاقتصاد الحر حيث تستبيح النصوص التدخل فى مسار الأسعار من جانب البورصة.

On the Cash market the chambre syndicate does not allow opening price for french bonds to differ by more than 2 to 3% from the closing prices for the day before, and opening prices for french shares not to differ by more than 4 to 5% from the closing price for the day before.

ويتفق ذلك جميعه مع توصيتنا التى وردت فى ختام بحثنا عن أسواق الأوراق المالية بوضع سقوف علوية وحواجز سفلية لكبح جماح تقلب الأسعار، وأن مثل هذا الأمر لا يترك لجهاز السوق والذى لا يقوم غالبا بدوره الا فى بطون الكتب، وان

ذلك يتحدد من خلال تحديد نسبة مئوية لارتفاع السعر أو انخفاضه عن اقفال اليوم السابق. وكذلك توصيتنا فى ذاك البحث بوقف التعامل على الأسهم التى يثبت تعرض الشركات المصدرة لها لخسائر جسيمة من شأنها الاضرار بالمتعاملين فى السوق الذين تحيط بهم الجهالة فى غياب المعلومات عن موقف الشركة، ومدى سلامة مركزها المالى، وقدرتها على تحقيق الأرباح، وتعظيم ثروة المساهمين.

اطلاق حرية الشركات في عملية قيد أوراقها المالية في جداول الأسعار ببورصات الأوراق المالية في مصر.

اتجه المشرع اتجاه حميداً بالغائه النصوص المقيدة لحرية الشركات فى مسألة قيد أوراقها المالية المصدرة بجداول الأسعار الرسمية بالبورصات المصرية، فقرر من خلال المادة ١٦ من قانون سوق رأس المال أن يكون قيد الأوراق المالية فى جداول البورصة بناء على طلب الجهة المصدرة لها. وكانت المادة ٥٥ من القانون رقم ١٦١ لسنة ٥٧ باللائحة العامة للبورصات تلزم كافة شركات المساهمة بقيد أوراقها المالية المصدرة فى جداول الأسعار فى السوق الرسمية، كما ألزمت ذات المادة فى نفس الوقت لجان البورصات بأن تقيد من تلقاء نفسها جميع الأوراق التى تصدرها الشركات فى جداول الأسعار اذا لم تتقدم الشركات صاحبة الشأن بطلب القيد فى الميعاد المقرر.

إلا أن الغاية التى توخاها المشرع بتركة الخيار لهذه الشركات فى مسألة القيد فى جداول أسعار السوق الرسمية، لم تتحقق، حيث جاء القانون رقم ٩٥ لسنة ٩٢ فى شأن سوق رأس المال خلوا من أى نص يسمح بانشاء سوق غير رسمية فى مصر باعتبارها البديل الوحيد للسوق الرسمية، الأمر الذى لا تجد معه هذه الشركات محيصاً من قيد أوراقها فى السوق الرسمية حتى يتمكن حاملوا أوراقها من تسييلها والتعامل عليها.

ويلزم منا التنويه إلى أن البورصات الخاصة التى أجاز قانون سوق رأس المال

انشائها بناء على اقتراح الهيئة وموافقة الوزير ليست بديلا للأسواق القائمة ولا للأسواق غير الرسمية (الغائبة). وقد أشار البنك الدولى فى تقريره عام ٩٢ إلى أن البورصات يجب أن تبقى كمنظمات مملوكة للقطاع الخاص. وأضاف التقرير أن قانون سوق رأس المال فى مصر يتسم بالغموض فى هذه المسألة، وهذا ما انتهى اليه رأينا أيضا[١].

---

(١) تقرير البنك الدولى عام ٩٢ الجزء الخاص بسوق الأوراق المالية فى مصر.

الفصل الثالث

التنمية الاقتصادية ودور
أسواق الأوراق المالية فى تمويلها

ويتكون هذا الفصل من ثلاثة مباحث:

المبحث الأول: التخلف الاقتصادى

المبحث الثاني: التنمية الاقتصادية

المبحث الثالث: دور سوق الأوراق المالية في تمويل التنمية

تمهيـــد :

لايبالغ من يقطع بالقول أنه يتعذر على أى باحث فى زماننا المعاصر أن يتابع أو يلاحق تلك المؤلفات التى أتخمت بها دور الكتب. وامتلأت بها أحشاء المكتبات وعكف على تأليفها ونشرها الجهابذة من العلماء. وأساتذة الجامعات، فى مسألة نظريات النمو وعمليات الإنماء الاقتصادى.

ومع هذا تظل هذه الكتابات ورغم ما تحتويه من قيمة علمية عاجزة عن تقديم الحل لمشاكل التخلف الاقتصادى لأنها ليست من نتاج فكر هذه الشعوب وإنما هى من نتاج الفكر الغربى ومحصلة تجاربة الذاتية[1] وتعبر عن فلسفات إجتماعية وجذور تاريخية وحضارية وانسلاخ واضح من القيم الروحية والدينية وهذه المسائل لا تنفصل ولا تنفصم عن شخصية الشعوب صاحبة هذا الفكر ومروجته ونظرتها إلى الكون، والإنسان والحياة، بينما نجد على الجانب الآخر أن الشعوب التى وقعت فى أسر التخلف وتسعى إلى الفكاك من قبضته لتنطلق فى معراج النمو الذاتى أبعد ما تكون عن الالتقاء بهذا الفكر حضارياً وتاريخياً وفكرياً وعقائدياً وكيف لا، ومن هذا الفكر بدأت نظرية الاستعمار الاقتصادى التى مازالت آثارها واضحة فى اقتصاديات البلاد المتخلفة حتى اليوم، فكان التجاريون يرون فى المستعمرات مرسى أميناً للسفن، ومنفذاً للتجارة، ومصدراً رئيسياً لتزويد الدولة الأم بالعمالة والرجال، ومأوى لغير المرغوب فيهم من المجرمين والمتعطلين، ومصدراً خصباً للمواد الأولية والرقيق وسوقاً لتصريف المنتجات [2].

وتحقيقاً للفكرة التى نسعى إلى تأصيلها هنا، وإثبات ماهية الفكر الذى أنبت هذه النظريات نسوق هنا بعض الكتابات التى سجلها التاريخ عن بعض التجاريين

---

(١) ويؤكد نفس المعنى أستاذنا الدكتور محمد زكى شافعى فى كتابه التنمية الاقتصادية جزء ١ ص٥٢ بقوله: ومن هنا يتضح قصور هذه النظريات التقليدية فى معالجة مشاكل التنمية الاقتصادية للبلاد المتخلفة، فقد أنبتت هذه النظريات على هدى من النظم والأنماط الثقافية السائدة بالبلاد المتقدمة.

(٢) حمدية زهران – التنمية الاقتصادية – ص ٥، ٦ – مكتبة عين شمس ط ٨٤.

لملوكهم وقد آثرنا أن نأتى بما كتبوه نصاً حتى نكون بمأمن من شبهة التأويل أو التحريف.

with wealth one could finance and equip armies and navies, hire foreign mercenaries,, bribe potential enemies and subsidize allies, Power could be exercised to acqire Colonies, to win access to new markets, and to shut foreigners out of ones own markets, and to monopolize trade roules, high - seas fisheries, and slave trade with Africa (viner) 1968 p. 438) (1)

والفكر المتقدم إذ يجعل الثروة هدفاً لتمويل الجيوش وإعدادها واستئجار المرتزقة الأجانب ورشوة الأعداء، ودعم الحلفاء. وتلويحه بأن القوة يمكن أن تمارس فى طلب المستعمرات والنفاذ إلى الأسواق وإحتكار طرق التجارة، ومصايد الأسماك فى أعالى البحار وتجارة العبيد لايحتاج منا إلى تعليق، غير أنه من المتصور أن يتصدى لنا أنصار الفكر الغربى بالقول أن فكر التجاريين يمثل عصراً من العصور، وأنه ليس حجة على الفكر الغربى- فلا نجد أبلغ فى الرد من أن نرجع إلى أئمة الفكر التقليدى وقادته وهذا أحدهم روبرت مالتوس- صاحب المقال الشهير «مبادىءالدراسات السكانية "An Essay on the principle of Population" والذى أصبح بسببه على مر الأيام والسنين هدفا للنقد والتجريح يقول عنه الفريد سوفى صاحب كتاب مشكلة السكان فى العالم.

كان توماس مالتوس راعياً للكنيسة «هايلبيرى»

وقد دفعه فكره إلى تنديده بكل التنظيمات الخيرية التى تبذل المعونة والمساعدة للمعوزين المعدمين، فأى عون يقدم للفقراء يزيد من عددهم حيث يخمد الشعور بالمسئولية ويجعلهم يعتمدون على المجتمع فى تربية أولادهم (٢).

---

(1) George Dalton, Economic Systems & society. Capitalism, Communism and the third world P. 29

(٢) الفريد سوفى- مشكلة السكان فى العام ترجمة د. جلال صادق ص ٥ وأيضاً روبرت هيلبرونر- قادة الفكر الاقتصادى ص ٩٣ ترجمة د. راشد البراوى وأيضاً مقالنا بمجلة الاقتصاد الإسلامى العدد ١٠ لسنة ١٤١٠ يولية ٩١ عن الانفجار السكانى وأوهام المالتوسيين.

ويضيف صاحب هذا الكتاب أن نظرية مالتوس لاتصمد أمام النقد العلمى لأنها لا ترى في الإنسان غير مجرد وحدة استهلاكية أى أنها تتجاهل أن كل مستهلك إضافى هو في الوقت نفسه منتج إضافى.

ومن المعروف أن مالتوس كان يرى أن قدرة الإنسان على الإنجاب أعظم من قدرته على الإنتاج Man's ability to reproduce is greater than his ability to produce.

وفى مجال النمو الاقتصادى اتجه مالتوس اتجاهاً متميزاً فى ربط متطلبات النمو بخفض أجور العمال ولم يكن مالتوس يقصد من خفض الأجور سوى زيادة الأرباح لدى المنظمين والرأسماليين وهذا فى رأيه الأساس الأول للنمو الاقتصادى[1].

كما يرى مالتوس أن تزايد السكان الأغنياء هو الذى يؤدى إلى التنمية أما تزايد السكان الفقراء فيؤدى إلى التخلف (٢).

وهذا ريكاردو أحد عمالقة الفكر التقليدى فشأنه فى ذلك شأن مالتوس يرى أن العمال كالالآت ويكفيهم من الأجر مستوى الكفاف ويرى أنه لو زاد أجرهم عن هذا الحد فإن ذلك سيؤدى إلى زيادة السكان مرة أخرى ثم يعودون من جديد إلى مستوى الكفاف (٣).

وامتداداً لفكر التجاريين يرى ريكاردو أن التعامل بين الدولة الأم والمستعمرات من قبيل التجارة الداخلية وأن المستعمرات لا تعتبر دولاً بل هى مؤسسات زراعية وصناعية (٤) وهذا أمر فى رأينا فى منتهى التطرف.

أما جون ستيوارت ميل الذى يعتبر آخر عمالقة الفكر الكلاسيكى (١٧٧٢-

---

(١) د. حمدية زهران مرجع سابق ص ١٩

(٢) نفس المرجع السابق ص١٨

(٣) نفس المرجع السابق ص٢٥

(٤) د. حمدية زهران- مرجع سابق ص ١١

١٨٢٣) فإنه يعتبر الاقتصاد المتخلف بمثابة إمتداد زراعى أو صناعى وان كان بعيداً جغرافياً عن الدولة الأم، لذلك فالمبادلات التى تتم بين الطرفين لاتعتبر من قبيل المبادلات الخارجية وإنما الأقرب اعتبارها من قبيل التعامل بين المدينة والريف(١).

ولذلك فإننا نرى أن الفكر التقليدى والذى مازال أكثر شيوعاً فى عالمنا المعاصر لم يخرج عن نطاق فكر التجاريين فى نظرته الاستعمارية للدول المتخلفة. وإذا ما تطرقنا إلى آخر ما انتهى إليه الفكر الاقتصادى أن أمام الدول الآخذة فى النمو أن تختار بين أسلوبين:

أسلوب النمو المتوازن Balanced growth وأسلوب النمو غير المتوازن Unbalanced growth وقد استوقفنا اقتراح روزنشتاين رودان من خلال معالجته لمسألة التنمية بأسلوب النمو المتوازن «بأن يعتمد البلد المتخلف فى توفير الموارد المالية على رؤوس الأموال الأجنبية وبالقدر الكافى الذى لا يحمل الاقتصاد القومى تبعات التمويل ، والعمل على نشر الصناعات الخفيفة مع ملاحظة البعد قدر الإمكان عن الصناعات الثقيلة بنفقاتها المرتفعة ومستلزماتها الفنية العديدة »(٢).

اقتراح ظاهره الرحمة وباطنه العذاب. إن ما انتهى إليه رودان أغنى من أن نعلق عليه، وليس ثمة دليل أظهر ولا أدل من ذلك على أن نظرة الغرب نحو الدول المتخلفة هى نفس نظرة التجاريين التقليديين. لقد بات واضحاً أن الدول الاستعمارية على تلون أشكالها لا تريد للدول المتخلفة أن تتفلت من قبضتها ولاتريد لها الفكاك من الهيكل الاقتصادى الكولونالى الذى يربط الدول المتخلفة معها برباط التبعية والخضوع، لقد نشأت ظاهرة الاقتصاد الثنائى وتعاظمت حدتها بسبب السيطرة الأجنبية على أجهزة التجارة الخارجية فضلاً عن

(١) د. حمدية زهران- مرجع سابق ص ٣١
(٢) حمدية زهران ص ١٤٤

المشروعات التى تتكفل بالإنتاج، فانشطر الاقتصاد القومى لهذه البلاد إلى قطاعين أحدهما حديث ومتقدم نسبياً والآخر تقليدى متخلف ولايرتبط أحدهما بالآخر ألا بأوهن الصلات (١) وقد علق أحد الاقتصاديين على ذلك ونحن معه فيما انتهى إليه- بقوله «وواضح مدى التحيز الاستعمارى للدول المتقدمة وان بدا ظاهره فى صالح الدول المتخلفة إلا أن باطنه ينطوى على رغبة واضحة فى إبقاء البلاد المتخلفة كمنتج للمواد الأولية وتحجيم نشاطها الصناعى مما يزيد من رابطة التبعية بينها وبين الخارج ويؤجل خطوها نحو الصناعة الثقيلة» (٢).

وعلى الرغم مما تحتمله وحدات القطاع المتخلف من أعباء تنمية الوحدات المتقدمة الآن فى صورة الوظيفة المزدوجة والأساسية التى قامت بها كمصدر للمواد الخام والمنتجات الأولية وكأسواق لتصريف المنتجات النهائية فقد باءت كل محاولات هذه الوحدات والمسماه بمجموعة الـ ٧٧ » بالفشل فى الحصول على وعد من وحدات القطاع المتقدم والمسماه بالمجموعة المتقدمة بتخصيص نسبة واحد فى المائة (١٪) فقط من دخولها لأغراض التنمية فى القطاع المتخلف حيث تجمعت وحدات القطاع المتقدم - شرقا وغربا رغم الخلافات الأيدولوجية العميقة بينها فى «وفاق» شديد التماسك على رفض هذا المطلب المتواضع متذرعة بمشكلاتها الداخلية من ناحية، وما تقدمه من «فتات» لبعض اتباعها من الوحدات المتخلفة من ناحية أخرى (٣).

وعلى الرغم من كثرة الشواهد التى تؤيد وجهة النظر القائلة أن الفكر الغربى الحديث لايختلف فى مضمونه عن الفكر الاستعمارى القديم فقد يكون من المناسب أن نسجل هنا على صفحات هذا البحث سطورا من الفكر الغربى الحاقد على الدول النامية التى خرجت من قبضة المستعمر وسيطرته على مقدراتها وراحت

---

(١) أ.د زكى شافعى- مرجع سابق

(٢) أ.د حمدية زهران- مرجع سابق

(٣) أ.د عبد الحميد الغزالى، مقدمة فى الاقتصاديات العلمية ط ٨٧ ص ٢٥٢، ٢٥٣

تنفض عن نفسها غبار التخلف وتفر من أسر التبعية.

وقد اقتبسنا هذه النصوص من الموسوعة البريطانية ورأينا أن نعرض للنص الأصلى فى صلب الرسالة لأننا نرى فيه وثيقة لدمغ هذا الفكر وكشف عوراته وتمزيق الأقنعة التى توارى خلفها.

The underdeveloped Conutries sense of disatisfacticn and grievance arises not only from mesaurable differences in national incomes but also from the less easily measurable factors such as Reaction against the colonial past, and their complex drives to raise their national prestige and achieve equality in the broadest sense with the developed countries. Thus it is not uncommon to find their government using a Considerable proportion of their resources in prestige Projects, runing from steel mills, hydroelectric dams, universities, and defense expenditure to international athletics. The syombols of modernisation may Contribute a nationally shared satis faction and pride but may or may not Contribute to an increase in the measurable national income."

إن هذه السطور التى تفيض حقدا وعداوة للشعوب النامية وتوجه اللوم لها لأنها مازالت تعانى من آثار الاستعمار الاستيطانى القديم والاقتصادى الجديد. ثم تحمل على هذه الدول حملة عاتية فتصف دوافعها بالعقد إذا ما تصورت أنها تستطيع أن تلحق بالدول المتقدمة وتتساوى معها، ثم هى تشكك فى جدوى ما أقدمت عليه بعض هذه الدول من إنفاق جزء كبير من مواردها فى مشروعات كبيرة بدءً بصناعات الصلب إلى السدود الهيدروالكتريكية، إلى نفقات الدفاع وتأسيس الجامعات وأن هذه الرموز وإن كانت تساهم فى شعور المواطنين بالرضا والفخر، ولكنها قد وقد لا تساهم فى زيادة الدخل القومى.

بقى أن ننبه بعد ذلك إلى أن معظم الشعوب التى توصف اليوم بالتخلف وبه تعرف هى ذات الشعوب التى حملت مشاعل أعظم حضارة فى الوجود وأشرقت

على الدنيا بتراث فكرى وإنسانى أثرى الحياة كلها وأعان الشعوب التى كانت تائهة فى عماء الجهل وظلمات التخلف على النهوض من كبوتها، هو أمر لا سبيل إلى مجاحدته أو التنكر له من قبل الشعوب التى استنهضتها الدول التى لم تك حينذاك متخلفة ثم حلت محلها(١).

يقول زومبارت لقد أصبحنا أغنياء لأن أجناسًا بأسرها وشعوبا بأكملها قد ماتت ومن أجلنا أيضا إفتقرت قارات بأكملها (٢).

ومن المعلوم أن المجتمعات البشرية فى حركة دائمة، فبعضها يسير قدماً بينما يتعثر البعض الآخر ويتخلف عن الركب، وقد بدأت جميع البلدان متخلفة على أساس المعايير التى تستخدمها الآن وفى تاريخ الحضارات القديمة كان لمصر وأشور وبابل مركز الصدارة منذ فجر التاريخ ثم ازدهرت حضارة أثينا وروما ثم ازدهرت الحضارة الإسلامية فى شتى بقاع الأرض فى الشام ومصر وشمال أفريقيا والأندلس وجنوب شرق آسيا(٣) وفى القرون الوسطى التى وصفها الغرب بأنها عصور الظلام وأحلك أيامه كانت السفن العربية ذات الأشرعة تمخر المحيط الهندى من الموزامبيق (٤) إلى مالبار(٥) سالكة نفس الطرق التى عرفها الفينقيون من قبل (٦) بينما كانت دول أوروبا غارقة فى ظلمات الجهالة ومستنقعات التخلف وأما أمريكا فلم يكن قد تم اكتشافها بعد، فكانت نسياً منسياً ولم تك شيئاً.

---

(1) Most under developed Contries of to- day are inheritors of mush oldest civlisation which econmically superior in the distant past That Constitutes a serious obstacle to the adoption of the modern industial system.

نقلا عن حمدية زهران- مرجع سابق

(٢) أحمد جامع – الرأسمالية الناشئة ص ٣٠

(٣) د. على الجريتلى- السكان والموارد الاقتصادية فى مصر ط ٦٢

(٤) الموازمبيق: مستعمرة برتغالية إحتلتها البرتغال فى القرن السادس عشر وانتشر فيها تجارة الرقيق.

(٥) مالبار: ساحل جنوب غرب الهند جنوب شرق أفريقيا

(٦) جورج لوفران (مرجع سابق).

وسوف نعالج من خلال هذا الفصل مسألة التنمية الاقتصادية ودورسوق الأوراق المالية فى تنميتها وذلك بالقدر الذى يسمح به هذا الفصل.

وسوف يقتضى الأمر منا أن نعرض لمسألة التخلف فى مبحث والتنمية الاقتصادية فى مبحث آخر وعلى أن يكون هذان المبحثان جسراً نعبر عليه إلى المبحث الثالث عن دور سوق الأوراق المالية فى تمويل التنمية الاقتصادية.

المبحث الأول
التخلف الاقتصادى

ليس من قبيل المغالاة أن نقرر منذ البداية أن أحداً لم يستطع حتى الآن أن يقدم تعريفاً جامعاً مانعاً لمفهوم التخلف، ونحن بذلك لا ننقص العلماء حقهم ولا نبخس الناس أشياءهم، ولعل هناك من الأسباب ما يرفع الملام عن قادة الفكر الاقتصادى ورجاله الأعلام، نتناول بعضها فى إيجاز لايخل، وإذا اقتضت الضرورة فلا مندوحه من إسهاب لايمل:

أولاً : إن مسألة التخلف أو التقدم من الأمور النسبية التى يتم قياسها بمعايير متعددة ومتباينة، وتجمع بينها جميعاً أنها من صنع البشر، ولا نظننا بحاجة إلى إثبات إستيلاء النقص على البشر جميعاً.

ثانياً: لما كانت درجات التخلف ليست درجة واحدة، كما أن درجات النمو ليست واحدة فليس من الإنصاف أن نسوى بين الدول المتخلفة رغم تباينها فى درجات التخلف، وإن كان من الممكن تسجيل خصائص مشتركة ولكنها أيضاً تتفاوت فى درجاتها، خاصة وأنه من الثابت أن بعض هذه الدول قد طرقت أبواب التقدم وبعضها مازال يخطو نحوه بخطى وئيدة، والبعض الآخر مازال قابعاً فى مستنقعات التخلف أشبه مايكون بالمياه الراكدة فى بحيرات آسنة وكأنه ينتظر نزول الغوث من السماء، وإذا شمر عن ساعديه فإنما لاستجداء المنح والمساعدات.

ثالثاً: إن هناك خلطاً بين الفقر والتخلف، والغنى والتقدم، وإذا كان هذا الأمر متقبلا فيما مضى فلم يعد ذلك متصوراً بعد تفجر ثورة البترول فى السبعينات وقد تراكمت الثروات فى اقتصاديات ضعيفة غير قادرة على

استغلال جزء من مواردها الذاتية (١) .

رابعاً: إن الصاق صفة الركود أو السكون بالاقتصاديات المتخلفة قد لايصادف الصواب كله ولا بعضه. ولذلك فنحن على خلاف مايراه بعض الاقتصاديين نرى مع البعض الآخر أنه من غير المتقبل وصف اقتصاد ما بكونه ساكناً. ذلك أن سوء استخدام الموارد أوعدم استغلالها لايعنى الركود أو السكون، ففى ذلك مجافاة لنواميس الطبيعة والكون والحياة، ذلك أن النمو حدث تلقائى، فالنبات ينمو والشجر والدواب والهوام وكل شىء أودع الله فيه الروح أو خلق فيه الحياة ينمو حتى الخلايا داخل جسم الإنسان تنمو، لذلك فلا غرو أن نقرر أن الدول التى تفتقر إلى جهاز إنتاجى كاف لتشغيل الموارد المعطلة، وإلى فن إنتاجى متقدم لاستخدامه فى تشغيل هذا الجهاز، وليس لديها تراكمات رأسمالية، وينخفض تبعاً لذلك نصيب الفرد من الدخل القومى فيها إلى حد الكفاف أو مادون ذلك، وتتضاءل نتيجة لذلك حجم المدخرات لديها، لايمكن وصف اقتصادها بأنه اقتصاد ساكن، لأنه ينمو أياً كان معدل النمو ومهما بلغ من الانخفاض.

على أن ثمة أسئلة تثار عند تحديد التخلف، فإذا كان التخلف شأنه فى ذلك شأن أى صفة أخرى يتحدد بالمقارنة بغيره من الصفات، وفى غيبة المقارن به تفقد الصفة التى اقترنت بالمقارن دلالتها، فإذا قيل أن عدد السكان يزيد فى مصر بمعدل ٣ مواليد فى الدقيقة الواحدة أى بمعدل ١٨٠ مولود فى الساعة، أى ٤٣٢٠ مولود فى اليوم . أى ١٥٧٦٨٠٠ مولود فى السنة فإن هذه البيانات رغم ما تثيره لدى العوام من الناس، ليس لها قيمة احصائية ولا دلالة علمية يقينية ولا ظنية فهذه الأرقام لا تفيد الكثرة ولا تفيد القلة والعلم بها لاينفع والجهل بها لا يضر.

---

(١) أ.د/ حمدية زهران- مرجع سابق.

فمن هنا يكون السؤال إذا وصفت دولة معينة بالتخلف. فبالنسبة لمن هى متخلفة؟ خاصة وأن الدول الرأسمالية المتقدمة ليست مستوى واحد وأن الدول الاشتراكية ليست مستوى واحد والدول نفسها التى توصف بالتخلف ليست كذلك مستوى واحد.

فى محاولة لتحديد المفهوم المادى للتنمية الاقتصادية من جانب أحد المشاهير من الاقتصاديين(١) أجاب على تساؤلنا بأن البلاد المتخلفة إنما تشكل القطاع المتخلف من النظام الرأسمالى العالمى، وأضاف أن هذه مسلّمة عامة القبول لدى الاشتراكيين والرأسماليين على السواء. إلا أنه من الواضح أن ما أفضى به الباحث ليس من قبيل المسلمات عند الاقتصاديين، فقد عقب أحدهم على ذلك بقوله«لماذا يقاس التخلف بالبلاد الرأسمالية وحدها، إن قياس التخلف يكون بالدول المتقدمة الصناعية ذات الدخول المرتفعة والتكنولوجيا المتطورة والقوة الإنتاجية الهائلة والقوة العسكرية المدمرة والسلطة السياسية التى تمثل مصدر القرارات فى العالم ، ولهذا يستوى القياس فى التخلف والتقدم بين دولة متخلفة رأسمالية أو اشتراكية ودولة متقدمة رأسمالية أو اشتراكية»(٢) .

ولن يكون بوسعنا هنا أن نزج بأنفسنا فى هذا الجدل العلمى وفى هذا الحيز الضيق.

وأيا كان الأمر فقد تطور تعبير التخلف خلال الحقبة الأخيرة فتسمت هذه الدول بمسميات مختلفة واحدة بعد الأخرى فى خلال العشرين سنة الأخيرة فمن البلاد المتأخرة Backward Countries إلى البلاد المتخلفةUnder - developed Countries إلى البلاد الأقل تقدماً Less developed countries إلى الدول النامية Developing countries أو وفقما إصطلح على ترجمتها أحد

---

(١) د. فؤاد مرسى- البحث المقدم للمؤتمر العلمى السنوى الثانى الاقتصاديين المصريين والذى تم نشره مع باقى البحوث تحت عنوان استراتيجية التنمية فى مصر.

(٢) د. حمدية زهران- مرجع سابق

الاقتصاديين[1] الدول الآخذة فى النمو وذلك بقصد تخفيف وقع اللفظ على تلك الشعوب بما ينال من كرامتها وكبريائها ثم إلى مجموعة الدول الـ (٧٧)[2] .

أهم مفاهيم التخلف التى تمخض عنها الفكر الاقتصادى

تعرف الدول المتخلفة عادة بأنها تلك التى ينخفض فيها مستوى دخل الفرد انخفاضا كبيراً عنه فى الدول المتقدمة، وعلى أساس تحكمى تعتبر الدول التى ينخفض فيها نصيب الفرد من الدخل عن خمسمائة دولار متخلفة[3] «وجاء فى توضيح هذا التعريف وشرحه أن تفسير الدخل المنخفض كمؤشر للفقر بالمعنى المادى قد يكون مقبولاً بشرطين.

الأول: أن مستوى الدخل الفردى إنما يتقرر بنصيب الفرد من الاستهلاك «خاصة وأن نسبة كبيرة من الدخل تُحول من الاستهلاك إلى أغراض أخرى من خلال سياسة الادخار الاجبارى.

وأما الشرط الثانى: أن ينعكس مستوى الفقر فى أحد البلاد بصورة صادقة بين جموع شعبها. باعتبار متوسط دخل الفرد فى حالة تفاوت الدخول واتساع الفجوة بين الأغنياء والفقراء لايعبر بصورة حقيقية عن المستوى المعيشى السائد.

وإذا كان التعريف المتقدم قد تناول على وجه التعميم وبغير تحديد الدول المتقدمة التى يمكن قياس مستوى دخل الفرد فى الدول المتخلفة عليها، فإن التعريف التالى لمفهوم الدول المتخلفة يتفق مع السابق فى جوهره إلا أنه يتناول على وجه التفصيل عدداً من الدول التى يمكن القياس عليها يقول Prof. Samuelson "أن البلد الأقل تقدماً هو ببساطة الذى ينخفض فيه نصيب الفرد من الدخل الحقيقى بالنسبة لدخول الأفراد لبعض الدول مثل كندا والولايات المتحدة وبريطانيا العظمى والدول الأوروبية الغربية عامة فى هذه الأيام[4] .

(١) د. رفعت المحجوب فى ترجمة للاصطلاح Developing Countries

(٢) أ.د. عبد الحميد الغزالى- مقدمة فى الاقتصاديات الكلية- دار النهضة ط ٨٧.

(3) The New Encyclopaedia Britannica vol 1.6 p. 202

(4) Paul A Sameulsun. Economics 9 th ed.

ويتفق عدد كبير من الاقتصاديين على أن معيار متوسط دخل الفرد لايصلح لقياس درجات النمو والتخلف، وأن هناك كثيراً من البلاد الرأسمالية التى ينخفض فيها متوسط نصيب الفرد من الدخل عن تلك الدول التى توصف بالتخلف، إن دولة كدولة الإمارات العربية على سبيل المثال يزيد متوسط دخل الفرد فيها عن الولايات المتحدة زيادة كبيرة ومع ذلك، بل وهى كذلك توصف بالتخلف. بينما يرى أحد عمالقة الفكر الاقتصادى فى مصر[1] أن المعايير التى يستدل بها على درجة التخلف الاقتصادى متعددة، وهو يرى مع ذلك الرأى السائد أن مستوى الدخل الفردى الحقيقى أقل هذه المعايير قصوراً من الناحية العلمية، وذلك على الرغم مما يعتريه هو الآخر من القصور، وأنه ليس معنى ذلك وبطبيعة الحال إسقاط حجة المعايير الأخرى فى الدلالة على التخلف الاقتصادى.

لماذا البلاد المتخلفة متخلفة؟

ويثور التساؤل إذا كانت البلاد المتخلفة تتصف بكونها بلاداً منخفضة الدخل فلماذا سميت هذه البلاد بالبلاد المتخلفة؟

أجاب على ذلك الغرب بأن استخدام لفظ التخلف إنما يرتكز على مجموعة من الافتراضات والتى تبنى عليها جميعاً مسألة التنمية الاقتصادية، وأن الدول المتخلفة متخلفة لأنها لم تنجح بطريقة أو بأخرى فى الاستفادة الكاملة من طاقاتها من أجل النمو الاقتصادى[2]

وقد يكون من المناسب وقبل أن نعرض لخصائص التخلف الاقتصادى أن نثبت حقيقة لايختلف عليها اثنان من الاقتصاديين وهى أن التخلف ظاهرة بنيانية معقدة وأن اندماج الاقتصاديات المتخلفة فى الاقتصاديات المتقدمة بسبب الاستعمار الاستيطانى والاقتصادى يشكل أعلى درجات التبعية الاقتصادية، ومن الثابت أن جميع الاقتصاديات المتخلفة التى ترتبط مع الاقتصاديات المتقدمة بعلاقة تبعية أو

---

(١) المرحوم أ.د . محمد زكى شافعى – مرجع سابق ص ٢١ الجزء الأول

(2) Encyclopaedia Britannica op- cit P- 203

سيطرة لازالت حبيسة فى مصيدة التخلف.

خصائص التخلف الاقتصادى:

أجملها أستاذنا الدكتور زكى شافعى فى ثلاث خصائص أساسية:

الأولى : عدم كفاية رؤوس الأموال المنتجة، وتخلف طرائق الإنتاج.

الثانية : شيوع ظاهرة البطالة البنيانية.

الثالثة : التبعية الاقتصادية للخارج

أما عن السبب الأول وهو عدم كفاية رؤوس الأموال المنتجة Productive Capital فيستدل عليه بما تشترك فيه الدول المتخلفة جميعاً من انخفاض نصيب الفرد من رؤوس الأموال المنتجة. وقد ذهب بعض الاقتصاديين إلى أن اقتصاداً قومياً يتمتع بوفرة من الموارد الطبيعية، ولكن تنقصه التكنولوجيا أو رؤوس الأموال اللازمة لتنمية هذه الموارد يكون فى نفس الفقر الذى يعانيه اقتصاد قومى لا تتوفر له هذه الموارد[1] .

وقد اختلفت وجهات النظر فى عنصر رأس المال كأساس للتنمية الاقتصادية فى البلاد المتخلفة، واختلفت نتيجة لذلك المكانة التى تحتلها ندرة رؤوس الأموال ضمن خصائص التخلف الاقتصادى، فعلى حين يرى البعض أن ندرة رأس المال Capital Scarcity من الأهمية بمكان بحيث تحجب ماعداها من الخصائص، وبحيث يعتبر توفر رأس المال محور التنمية الاقتصادية، يرى آخرون أن هناك من العوامل الأخرى مايفوق فى الأهمية عنصر رأس المال[2] .

ولهذا الرأى الأخير أنصاره، وقد أشار أحد الباحثين[3] من خلال تناوله

---

(١) د. زكى شافعى- مرجع سابق جزء ١ ص٢٨

(٢) د. حمدية زهران- مرجع سابق ط ٨٤ ص ٢٦٨

(٣) حسين غانم- البحث المقدم للمؤتمر العلمى الثانى للاقتصاديين المصريين سنة ١٩٧٧ تحت عنوان نموذج مبسط للتنمية والمنشور بمؤلف استراتيجية للتنمية فى مصر ص ٤٩٧

لموضوع ندرة رأس المال فى الدول المتخلفة إلى أن الدول المتقدمة كانت فيما مضى دولاً متخلفة تعانى من ندرة الأيدى العاملة. الأمر الذى كان من الممكن معه أن يفرض عليها البقاء فى دائرة الدول المتخلفة ردحاً طويلاً من الزمن لولا أنها نجحت فى استخدام أساليب إنتاجية موفرة للعنصر النادر لديها وهو العمل، ومستغلة لكثافة العنصر المتوفر لديها وهو رأس المال، وأضاف أنه إذا كانت الدول المتقدمة قد ركزت اهتمامها بالعنصر المتوفر لديها وهو رأس المال، أما العنصر النادر وهو العمل فقد اعتبر كمتغير تابع لرأس المال- ثم تساءل الباحث- فلماذا لا تنهج الدول النامية نفس الأسلوب بأن تركز اهتمامها فكراً وعملاً على العنصر المتوفر لديها وهو العمل، وأن تجعل من رأس المال وهو العنصر النادر لديها متغيراً تابعاً.. ألا يمكن مثلا بناء استراتيجية للتنمية فى إطار نظرية لتراكم رأس المال البشرى.Human capital accumulation على غرار نظرية التراكم الرأسمالى.

وهذا الرأى جدير بالدراسة، خاصة وأن أسلوب الفن الإنتاجى Techniques of production الذى تنتهجه أى وحدة إنتاجية بين خيارين.

الأول: أسلوب إنتاج يتميز بكثافة رأس المال أو بمعنى أخر أسلوب كثيف رأس المال Capital Intensive.

والأسلوب الثانى: يتيمز بكثافة العمل أو الكثافة البشرية Labour Intensive، وإن كان لايوجد اتفاق عام حول كثافة العمل أو الكثافة البشرية، والكثافة الرأسمالية(١)، فقد يقصد بالكثافة الرأسمالية كمية المعدات الإنتاجية المتضافرة مع عنصر العمل أو بعبارة أخري نسبة الأصول الرأسمالية الثابتة لكل عامل فى الصناعة(٢) .

ومع هذا فان مختلف الدراسات التى تمت فى هذا المجال تشير إلى أن

---

(١) د. يسرى خضر اسماعيل - تخطيط المشروعات ط ٧٢ ص ١٧٥ - ١٧٧.

(٢) المرجع السابق نقلاً عن د. على لطفى - مشكلات التصنيع فى الدول المختلفة ط ٦٥.

استخدام اسلوب انتاجى كثيف رأس المال ينتج عنه ارتفاع انتاجية العمل وبالتالى زيادة الفائض الذى يمكن استخدامه فى مشروعات استثمارية جديدة[١] .

ولكن ليس معنى ذلك أن نتجاهل قوة العمل فى الدول المتخلفة والتى أصبح ينظر إليها وكأنها مصدر البلاء والسبب فى خراب البلاد وهلاك العباد.

لذلك فلا غزو أن يشير Nurkse[٢] فى حديثه عن الكثافة السكانية فى البلاد المتخلفة بقوله: «إن جوهر المشكلة هو فى العمل على توجيه أكبر جزء من الناتج إلى التكوين الرأسمالى Capital Formation وأضاف أن هذا لا يعنى انقاص مستوى الاستهلاك فى البلاد المتخلفة، بل ومن الصعب الاقدام على ذلك، ولذلك فان نيركسه يرى أن الحاجة إلى التصنيع فى الدول المتخلفة أكبر بكثير من الحاجة إليه فى الدول المتقدمة كوسيلة للتنمية، حيث يوجد قوة عاملة فائضة فى المجموعة الأولى ويمكن أن تستخدم هذه القوة فى التكوين الرأسمالى وفى زيادة تراكم رأس المال Capilal Accamulation.

أما الدول المتقدمة فهى تواجه بمشكلة ندرة الأيدى العاملة فيها ولذلك فهى تحتاج إلى زيادة استخدام رأس المال ليحل محل القوة العاملة.

حلقة الفقر المعيبة Vicoious circle of poverty

ومن الآراء التى صادفت رواجاً كبيراً بين كتاب الغرب وكذا المستغربين من الشرق عند دراسة اقتصاديات الدول المتخلفة ما يسمى بحلقة الفقر المفرغة ويطلق عليها بعض الاقتصاديين حلقة الفقر المعيبة أو الخبيثة.

بل ويستند بعض الاقتصاديين فى تعليل توطن التخلف فى بلاده إلى ما تكابده البلاد المتخلفة من استحكام الحلقات المفرغة للفقر.

ويرى نيركسه أن أهم حلقات الفقر المفرغة التى تعانيها البلاد المتخلفة ما تعلق

---

(١) المرجع السابق نقلا عن الأستاذة منى فؤاد عطية -إختيار أساليب الإنتاج فى تصنيع الدول النامية معهد التخطيط ١٩٦٩ ص٥

(٢) Problems of Capital Formation in underdeveloped countries ترجمة وتلخيص معهد التخطيط القومى، مذكرة رقم ٢٣٤ وكذا زكى شافعى مرجع سابق ج١ ص ٥٢.

منها بتكوين رءوس الأموال فمن ناحية العرض يتوقف عرض رءوس الأموال على كل من المقدرة على الادخار والرغبة فيه، فهناك انخفاض فى المقدرة على الادخار ناتجه عن انخفاض مستوى الدخل وهذا بدوره ناتج عن انخفاض الانتاجية، وانخفاض الانتاجية راجع إلى نقص المعدات الرأسمالية ونقص المعدات الرأسمالية ناتج عن قلة المدخرات. وهكذا(١) .

وأما من جهة الطلب على الاستثمار فيتوقف الطلب على رؤوس الأموال على توفر الحافز على الاستثمار، بينما يكون الدافع منخفضا لانخفاض المقدرة الشرائية للسكان نظراً لانخفاض دخولهم الحقيقية. وانخفاض مستوى الدخل الحقيقى يعكس انخفاض مستوى الإنتاجية وهذا يرجع أيضاً لانخفاض مقدار رؤوس الأموال المستخدمة فى الإنتاج ويرجع هذا الأخير لانخفاض الحافز على الاستثمار.

ويعلق على ذلك أحد الاقتصاديين(٢) بقوله «فى رأينا أن هذه الفكرة يجب أن تؤخذ مع التحفظ الشديد على الرغم مما يبدو ظاهريا من استنادها إلى حقيقة سبب انخفاض الدخل، ويضيف أننا إذا دققنا النظر لوجدنا أن الغالبية من الدول المتخلفة لم تستمر فى دائرة مفرغة من الفقر. بل إنها مرت بمرحلة من مراحل التطور والنمو ولم تكن ذا مظهر صناعى قياسى على مستويات التصنيع فى الغرب، ولكنه كان على الأقل خروجاً من الركود الذى تفترضه فكرة حلقة الفقر المفرغة وانتهى إلى أنه على الرغم من صحة هذه الفكرة جزئيا إلا أنه مبالغ فى أهميتها ومدى أثرها، وأن كثيراً من الدول قد كسر هذه الحلقة، وغالباً ما توجد فى الدول المتخلفة «واحات متقدمة وسط صحراء التخلف الشاسعة وكان نيركسه قد اقترح في علاجه لهذه المشكلة محاولة البدء بكسر حلقة الفقر من النقطة التى بدأت عندها وتتحدد عنده بنقطة ضعف فرص الاستثمار.

---

(١) مشاكل تكوين رأس المال فى الدول المتخلفة- نيركسه- ترجمة معهد التخطيط القومى - مرجع سابق.

(٢) د. محمد يحيى عويس- المشاكل الاقتصادية المعاصرة ط ١٩٧٨.

المبحث الثاني
التنميـــة الاقتصـــاديـــة

مفهوم التنمية الاقتصادية

أثار تعريف التنمية الإقتصادية مثلما أثار تعريف التخلف الاقتصادى جدلاً نظرياً حول تحديد مفهوم التنمية.

ولانظننا بحاجة إلى الولوج فى هذا الجدل والذى تخرج تفاصيله عن موضوع هذا البحث إلا إذا اقتضت الضرورة، وإنما سنكتفى هنا بإلقاء الضوء على مفهوم التنمية من خلال ذلك الفيض المتدفق من كتابات الإقتصاديين.

عرف بعضهم التنمية الاقتصادية بأنها تنصرف في جوهرها إلى زيادة الطاقة الإنتاجية للاقتصاد، وهى بهذا المعنى غاية تستهدفها المجتمعات المتقدمة والمتخلفة على السواء[1].

وواضح من التعريف المتقدم أنه استخدم مفهوم التنمية Development كمرادف لمفهوم النمو Growth وهو أمر لانقر صاحبه عليه لأنه لا يتفق وصحيح اللغة ، ومن المعلوم أن علوم اللسان هادية للصواب وألفاظها هى أدواتها الدالة على معانيها كيف تؤخذ وتؤدى والا استعمل الكلام فى غير موضعه ولم يدل على مقاصده.

وقد تنبه لذلك بعض الاقتصاديين ونبه أحدهم بدوره إلى عدم الخلط بين النمو والتنمية من خلال تناوله لمفهومها بقوله:

التنمية الاقتصادية أوسع مدى من النمو الاقتصادى، فالتنمية تدخل إرادى من جانب الدولة لاجراء تغييرات جذرية في هيكل الاقتصاد ودفع المتغيرات الاقتصادية نحو النمو بأسرع وأنسب من النمو الطبيعى لها وعلاج مايقترن بها من اختلال

---

(١) د. عبد الحميد القاضى: تمويل التنمية الاقتصادية فى البلدان المتخلفة ط١ سنة ١٩٦٩.

وهى تؤدى بذلك إلى تحسين كفاءة الاقتصاد وزيادة الناتج.

وأما النمو الاقتصادى فهو نمو تلقائى يؤدى إلى زيادة الناتج القومى دون تغيير إرادى فى عمل وأداء الاقتصاد، وهو يحدث فى المجتمعات على مر الزمن والعصور ويؤدى إلى النمو الطبيعى لها(١) .

وعلى الرغم مما تقدم فإن بعض الاقتصاديين لايرى ثمة وجه للتفرقة بين التنمية والنمو ويرى أنهما مترادفين وكل منهما يصلح بديلاً عن الآخر.

ومن التعريفات التى تتسم بالإيجاز الشديد وتتصف بالشمول ما ساقه أحد الاقتصاديين الغربيين(٢) بقوله « إن التنمية هى نمو يقترن بالتغيير وإن التغيير يصيب المجتمع ككل.

ويرى الاقتصادى المعاصر Kindlbergerأن التنمية الاقتصادية هى الزيادة التى تطرأ على الناتج القومى فى فترة معينة والتى تقترن بتغييرات تكنولوجية وفنية وتنظيمية فى المؤسسات الإنتاجية القائمة أو التى ينتظر انشاؤها(٣) .

هذا وقد ذهب الكثير من الاقتصاديين من خلال تعريفهم للتنمية الاقتصادية إلى التركيز على جانب واحد من التنمية هو تكوين رأس المال، أى زيادة الطاقة الإنتاجية ولم يهمل بعضهم الجوانب الأخرى للتنمية ولكنهم تناولوها كمسائل ثانوية، ولذلك ذهب Meier إلى أن التراكم الرأسمالى هو جوهر التنمية والذى من خلاله تصبح كافة أوجه النمو ممكنة(٤) .

وقد اعتبر Meier الهدف النهائى من برامج التنمية هو كسر حلقة الفقر الخبيثة.

---

(١) د. محمد عبد المنعم عفر- مشكلة التخلف ومسار التنمية- مجلة الاقتصاد الإسلامى العدد ١٧، ١٩٨٤م

(2) Dalton : Economic systems& society .P. 199.

(3) Kindlebebeger c.p., Economic developent N. York

نقلا عن د. صبحى تادرس قريصة ص ٤٥٥

Mc Grow Hill Book 1958

(4) Gerald M.Meier .Leading lssues in Economic Development 4 th ed. P. 219.

أما الموسوعة البريطانية Encyclopedia Britannica فقد عرجت إلي مفهوم التنمية الاقتصادية من خلال عرضها لموضوع النمو الاقتصادى وتوضيح وجه الخلاف بينهما وانتهت إلى أن «النمو الاقتصادى يتميز عامة عن التنمية الاقتصادية بأن التنمية ترتبط بالاقتصاديات القريبة من مستوى الكفاف أما اصطلاح النمو الاقتصادى فإنه يستخدم عند الإشارة إلى الاقتصاديات التى ترتفع فيها- فى الوقت الحالى- نسبة دخول الأفراد[1] .

وأما الموسوعة الأمريكية Encyclopedia Americana فقد تناولت مفهوم التنمية الاقتصادية على أنه «العملية التى يتحول من خلالهامجتمع راكد ذو مستوى منخفض من الدخل الحقيقى إلى مجتمع ترتفع فيه الدخول بنسبة تزيد أو تقل بقدر تجسد التكنولوجيا فى رأس المال المتراكم[2] .

ومن مجموع التعاريف المتقدمة يبين أن سعى البلاد المتقدمة إلى النمو يختلف عن سعى البلاد المتخلفة إليه، لأن نمو الدول النامية نمواً مطرداً «يتطلب تحريك جذرى وسريع ومستمر في البنيان الاقتصادى بينما نمو البلاد المتقدمة لايحتاج إلى أكثر من زيادة طبيعية فى بعض النسب المؤثرة على النمو الاقتصادى.

ولهذا السبب تستقل الدراسات الخاصة بإقتصاديات النمو Growth عن تلك الخاصة باقتصاديات التنمية Development [3] .

تغيير البنيان الاقتصادى Economic Structure

إذا كنا قد انتهينا إلى حتمية إحداث تغيير فى البنيان الاقتصادى للدول النامية فإن السبيل إلى ذلك إنما يتحقق من خلال «تكوين جهاز إنتاجى فنى ومتقدم، قادر على تشغيل الموارد البشرية والطبيعية والمالية المعطلة، وتكوين هذا الجهاز يعنى إحداث تغيير بنيانى عميق فى الاقتصاد القومى لأنه يعنى التوسع فى فروع

---

(1) The New Encyclopedia Britannica vol. 6p.214

(2) Encyelopedia Americana vol.9. p.596

(٣) د. رفعت المحجوب- دراسات اقتصادية إسلامية ص ٤٨

الإنتاج القائمة والقيام بفروع جديدة والأخذ بالتكنولوجيا الحديثة ورفع الإنتاجية وتغيير بنيان الطلب على عوامل الإنتاج وعلى المنتجات، وتغيير بنيان العلاقات الاقتصادية الدولية[1] ».

سياسات التنمية

يرى بعض الاقتصاديين أن أمام البلاد المتخلفة أن تختار بين سياستين من سياسات التنمية.أولاهما سياسة «التدرج البطىء» والثانية سياسة الدفعة القوية Big push والتى ينصرف جوهرها إلى القيام بحد أدنى من الاستثمار لضمان نجاح برامج التنمية[2] ونحن نرى أن سياسة الدفعة القوية تمثل بالنسبة للبلاد الآخذة فى النمو تحدياً لابد من قبوله باعتباره أمراً محتوماً تقتضيه الضرورة لإمكان إحداث التغيير البنيانى فى فترة مقبولة ومدة محدودة على أن ذلك رهن بمقتضيات العدالة وتوزيعها بين الناس وتفادى التمويل التضخمى لماله من أضرار مدمرة على الفقراء.

ونجاح الدفعة القوية فى الانطلاق بالاقتصاد القومى والانتقال به من حالة الركود إلى النمو السريع يقتضى استبعاد الاستراتيجيات التى تقوم علي فلسفة الحرية الاقتصادية، بل إن فكرة الدفعة القوية The big pushإنما تقف على الضد تماما من فلسفة الحرية الاقتصادية.

وترتيباً على ما تقدم فليس من المتصور أن تتحقق التنمية الاقتصادية من تلقاء نفسها كما تصور «هوفمان» وذلك من خلال المراحل التى حددها ويتعين على البلاد المتخلفة اجتيازها ليندفع الاقتصاد تلقائيا تحت ضغط قوى السوق[3] .

ولا مكان لإحداث التنمية من خلال اليد الخفية التى بشر بها آدم سميث

---

(١) نفس المرجع السابق

(٢) د. رفعت المحجوب – دراسات اقتصادية إسلامية ص٤٨.

(٣) د. محمد زكى شافعى– مرجع سابق جزء ١ ص ٨٢ بشىء من التصرف.

وبطبيعتها الخيرة فى التوفيق بين مصالح الأفراد والجماعات(1) والتى بدت في رأى أحد علماء الاجتماع وكأن الشلل قد أصابها، أو كأن أحد آلات الثورة الصناعية قد بترتها.

أما وقد ثبت أيضاً أن أياً من نماذج التنمية الاقتصادية التى تمخض عنها الفكر الغربى وأفرزتها أقلامه لا تلائم الاقتصاديات المتخلفة ويستوى فى ذلك الأخذ بأسلوب النمو المتوازن أو النمو غير المتوازن. فإذا ما تجاهلنا مادعى إليه روزنشتاين رودان من وجوب اعتماد البلاد المتخلفة على رؤوس الأموال الأجنبية وبالقدر الكافى الذى لايحمل الاقتصاد القومى تبعات التمويل والعمل على نشر الصناعات الخفيفة والاستهلاكية والبعد عن الصناعات الثقيلة وهى أفكار استعمارية عفى عليها الزمن، فإن من أهم الانتقادات التى وجهت لاستراتيجية النمو المتوازن هو أنها تنطوى على ثنائية الاقتصاد القومى وتتطلب كماً خيالياً من رؤوس الأموال.

وكذلك لم تسلم نظرية النمو غير المتوازن من النقد حيث أنها تفترض أن تتم التنمية عن طريق المبادرة الفردية ويتم من خلالها تعجيل التنمية عن طريق موجات الاختلال وهو ما يقتضى صدور قرارات المنظمين فى الاقتصاد الحر بعيداً عن تدخل الدولة وهو أمر لاسبيل إلى اقراره لإحداث التنمية الاقتصادية.

استحالة تكرار التجربة الرأسمالية

إذا كان انتقال رؤوس الأموال من البلاد الغنية آلتى أصباتها تخمة من التراكمات الرأسمالية إلى البلاد الفقيرة التى تعانى من قلة هذا العنصر أمراً قد تقتضيه الضرورة وتدعو إليه مصلحة الأطراف جميعاً، وكذلك إذا كان إنتقال الأيدى العاملة من البلاد ذات الوفرة السكانية إلى البلاد التى تعانى من نقص العنصر البشرى أمراً جائزاً ومقبولا فإن ما يتعين أن نسلم به هو أن نقل التجارب

---

(1) أ – نفس المرجع السابق.

ب– د. سعد الدين إبراهيم– البحث المقدم لمؤتمر الاقتصاديين الثانى سنة ٧٧ تحت عنوان نظرية سوسيولوجية للتنمية فى العالم الثالث.

الذاتية من البلاد الغربية التى قطعت شوطاً كبيراً فى مجال التقدم العلمى والنمو الاقتصادى والفن الانتاجى إلى البلاد المتخلفة دون مراعاة لخصوصيات هذه الأخيرة، فضلاً عن تعذر تفاعل واندماج الحضارات الموفدة مع حضارات هذه الشعوب، خاصة وأن هذه الحضارات ما قامت إلا على أنقاض الأخرى، هذه التجارب المستوردة لا تدعو إليها حاجة ولا تقتضيها الضرورة وإنما يترتب على هذا المسلك إحكام قبضة الدول المتقدمة على الدول المتخلفة والسيطرة عليها وتقييدها بسلاسل لها بريق الذهب فى حين أنها لا تخرج عن قيود التبعية والخضوع.

والذين يتساءلون اليوم كما تساءل غيرهم بالأمس «أليس من الممكن أن تسلك الدول المتخلفة نفس المسلك الذى سلكته الدول الرأسمالية من قبل لإحداث التنمية؟» نقول لهؤلاء حسبنا أن نشير هنا إلى قول «زومبارت» للرد على هذا التساؤل:

« لقد أصبحنا أغنياء لأن أجناساً بأسرها وشعوبا بأكملها قد ماتت من أجلنا، ومن أجلنا أيضاً افتقرت قارات بأكملها»(١) .

وما حدث فى أمريكا منذ زمن يسير لايتجاوز مائتى عام لا يختلف عن تلك الصورة التى نقلها إلينا زومبارت فى التجربة الرأسمالية.

لقد سجل التاريخ، أنه بعد اكتشاف أمريكا تم اقتلاع سكان البلاد الأصليين واستعبادهم ودفنهم أحياء فى مناجم الذهب والفضة التى تم اكتشافها، وتم تحويل أفريقيا إلى ساحة لا لصيد الحيوانات وإنما لصيد ذوى البشرة السوداء.

لقد انتهى عصر الاكتشافات البحرية والسخرة والاسترقاق ونهب المستعمرات واستنزاف الثروات، بل أن الدول المتخلفة فى العصر الحديث هى على وجه الترجيح ذاتها أو معظمها تلك المستعمرات التى تعرضت من قبل للنهب والاستنزاف وكانت منافذ لتلك البلاد لتصريف المنتجات واستجلاب المواد الأولية والخامات.

---

(١) د. أحمد جامع الرأسمالية الناشئة ص ٢٠ نقلا عن Maillet Histoire pp. 169-120

لذلك فإن عجلات الزمان لن تعود إلى الوراء ولو كان فى الإمكان أن تعود ما سلكت الدول المتخلفة- والتى لم تكن دوماً متخلفة- نفس المسالك التى سلكتها الدول الاستعمارية لأن من هذه البلاد بلاداً هى كنانة الله فى أرضه، وبلاداً اختصها الله بأن تكون مهبط الوحى ومبعث الرسل وإنبثاق الهدى والنور للبشرية التى كانت غارقة فى ظلمات الجهالة والوثنية.

لذا فلا غرو أن انتهى أحد الكتاب الاقتصاديين الاشتراكيين في مصر[١] إلى أن الأوضاع السائدة فى البلدان النامية مغايرة لتلك السائدة فى كل من العالم الرأسمالى والعالم الاشتراكى، فالإعتماد ليس كاملا على آليات السوق كما هو الحال فى النظام الرأسمالى، كما أنه لايتصور تأميم وسائل الإنتاج فى بلد نام كما هو الحال فى النظام الاشتراكى، ومن ثم برزت الحاجة إلى بلورة نظرية خاصة بالتخطيط والتنمية خاصة بالعالم الثالث.

وليس معنى هذا أننا نغلق كل النوافذ والمنافذ في وجه تجارب الآخرين، وليس معنى ذلك أيضا أن كل النظريات الغربية شر مستطير بل إن فيها من الجزئيات ما فيه خير كثير لا ينبغى أن نحجبه عن أنفسنا جهالة ولا أن نصد أنفسنا عنه تعصبا.

المدرسة الرومانسية وإخضاع القيم الاقتصادية للقيم الدينية

German Romantic School

إذا كنا قد حاولنا من خلال هذا المبحث أن نثبت أن الفكر الاقتصادى الغربى الحديث إنما هو إمتداد للفكر الاستعمارى القديم منذ عصر التجاريين، فإن أمانة العرض تقتضى ألا نغفل أنه قد ظهر من بين ثنايا الفكر الغربى المدرسة الرومانسية بقيادة «آدم موللر»[٢] والتى إنتقدت الفكر الكلاسيكى وتمجيده للحرية

---

(١) د. اسماعيل صبرى عبد الله، تعقيب على بحث الدكتور محمد محمود الإمام المقدم للمؤتمر العلمى الثانى للاقتصاديين المصريين عام١٩٩٧.

(٢) آدم موللر (١٧٧٩- ١٨٢٩) وهو واضع النظرية وظل منسياً حتى أدى بحث «النازيين الألمان عن الأجداد واضعى النظريات إلى إعادة بعث مبادئه وأركانه.

الاقتصادية، وقد كان الرومانسيون يتطلعون إلى مجتمع تكون فيه القيم الاقتصادية خاضعة للقيم الأخلاقية والدينية حتى تقترب من المثل العليا الاجتماعية.

وقد ألح Müller على الإيثار والقيم الدينية فى مواجهة ماعتبره أنانية آدم سميث وماديته [١] ويرى مولر أنه فى غيبة القيم الدينية فإن النشاط الاقتصادى يفقد هدفه النهائى، وأن الصعوبات التى تواجهنا فى الحياة الاقتصادية إنما ترجع إلى أن الناس قد نسوا القوة الإلهية العظمى. وأضاف أن العمل ليس هو المصدر الوحيد للإنتاج ولكنه مجرد أداة عاجزة بغير قوة الله والتى يجب أن تسند إليه، وذلك العون المادى متمثلاً فى الأرض ورأس المال لم يكن للإنسان فضل فى وجوده ويرى أن عوامل الإنتاج ليست هى الأرض والعمل ورأس المال وإنما الطبيعة والإنسان وتراث الماضى[٢] وعبر عن الماضى بقوله: Every man stands at the center of civic lif

He has behind him a past which must be respected before him, a future which must be cared for .

---

(1) Muller stressed attruism and relegion in opposition to what he regards as Smith's egoism and materialism

(2) Eric Roll A history of econmic thought 3 rd ed . Engle wood cliffs N.J.n Prentice - Hall Inc

التنمية الاقتصادية من منظور إسلامى

بقى أن نطوف فى عجالة حول مفهوم التنمية فى اطار المنهج الاسلامى، ولسوف يكون طوافنا طواف الظاعن الذى يترقب الرحيل واستئناف المسير، فالمسألة التى بين أيدينا أعظم من أن نتناولها من خلال هذا المبحث، وفى ذات الوقت أجل من أن نغفل ذكرها ولو بالاشارة أو التنويه.

ليس الاسلام كما يتصور البعض أو كما يروق للبعض أن يصوره شعائر وعبادات أو حلقات ذكر وعلم وابتهالات، فالأمور التعبدية إنما تمثل جانباً واحداً فى حياة المسلم وهو الجانب الروحى، ولكن الاسلام منهج شامل، كامل متكامل، يتناول كل جوانب الحياة الانسانية المادية والروحية، منهج قائم على العلم المطلق بحقيقة الانسان وحاجاته، وحقيقة الكون الذى يعيش فيه وطبيعة النواميس التى تحكمه. وهو منهج قائم على العدل المطلق المبرأ من الميل والهوى والضعف، كما أنه مبرأ من الجهل والقصور والغلو والتفريط.

إن كل ما يقع فى هذا الكون إنما يقع عن تدبير، ويصدر عن حكمة ويتجه إلى غاية وهناك فى النهاية سنة ماضية وفق المشيئة المطلقة التى وضعت نواميس الكون والحياة[1] .

وحينما نتصدى لمسألة التنمية يقتضى الأمر منا أولاً الوقوف على مفهوم المشكلة الاقتصادية فى التصور الاسلامى.

مفهوم المشكلة الاقتصادية فى التصور الاسلامي:

لم تعرف المجتمعات الاسلامية وكذا غير الاسلامية عبر العصور والدهور ما اصطلح على تسميته بالمشكلة الاقتصادية حتى بداية القرن العشرين، ولا غرو فالفيلسوف الاسكتلندى مؤسس علم الاقتصاد آدم سميث عرف الاقتصاد بأنه علم

(١) سيد قطب – فى ظلال القرآن (طبعة دار الشروق).

الثروة أى ذلك العلم الذى يبحث فى أسباب الرفاهية المادية(١) وبمعنى آخر أنه العلم الذى يبحث فى طبيعة وأسباب ثروة الأمم(٢) .

مع أن تعريف الاقتصاد بأنه علم الثروة يصرف الأنظار عن غايته وسياسته وهو الانسان والذى لا يتم الانتاج الا به ومن أجله.

وهذا هو ما تنبه اليه مارشال فى تعريفه للاقتصاد حينما عرفه بانه دراسة لسلوك الانسان فى نطاق نشاطه العادى وذلك من حيث كيفية إنتاجه للثروة واستعماله لها أو حصوله على الدخل وكيفية انفاقه له(٣).

ولم تبرز فى هذه التعريفات المشكلة الإقتصادية بمفهومها الحالى فى الاقتصاد السياسى، إلى أن جاء البروفيسور روبينز وأعطى تعريفاً جديداً للاقتصاد أبرز من خلاله المشكلة الاقتصادية، إذ أنه عرف الاقتصاد بانه «العلم الذى يبحث فى سلوك الانسان من ناحية العلاقة بين حاجاته المتعددة والوسائل النادرة والتى لها استخدامات بديلة(٤).

تشخيص المشكلة الاقتصادية

لا يقر الاسلام ما ذهب اليه الرأسماليون ان المشكلة الاقتصادية هى مشكلة ندرة الموارد ولا نهائية الحاجات، أى أن مردها إلى الطبيعة التى اتهمت ظلماً

---

(١) د. مصطفى السعيد – محاضرات فى مبادىء الاقتصاد – دار النهضة العربية ١٩٧٣.

(٢) د. محمد عبد العزيز عجمية – مبادىء علم الاقتصاد – دار النهضة العربية ١٩٨٠.

(3) "Economics is a study of man's action in the ordinary business of life. It enquris how he gets his income and how he uses it. Thus it is on one side a study of wealth and on the other and more important side, a part of the study of man. rimpo.

د. مصطفى السعيد – مرجع سابق – ولمزيد من التفصيل يرجع إلى:

Alfred Marshall, principles of Economics, eight ed. book.

(4) Economics studies human behaviour as a relationship between ends and Scarce means which have alternatives uses.

د. عجمية – مرجع سابق – ولمزيد من التفصيل يرجع إلى :

Prof Robbins : An essay on the nature and significance economic science

بالشح ثم بالعجز عن تلبية احتياجات البشر.

ان تشخيص المشكلة على الوجه المتقدم ينصرف إلى كونه لوم للطبيعة على مشكلات من صنع البشر. وهذا الأمر لا يتعارض فقط مع عقيدة كل من يدين بالاسلام بل والمُنصفين أيضا من الغرب(١).

وانما تنشأ المشكلة من أمرين:

الأول: القصور في استخدام الموارد المتاحة والمسخرة من قبل الله تعالى.

الثاني : سوء توزيع الناتج بين أفراد المجتمع.

ويستدل على ذلك من أعظم كتاب أنزل لهداية الانسان وتوجيهه إلى ما يحقق له سعادة الدنيا وسعادة الآخرة.

يقول تعالى :

﴿ ولقد مكناكم في الأرض وجعلنا لكم فيها معايش قليلا ما تشكرون ﴾(٢).

﴿ وما من دابة في الأرض إلا على الله رزقها﴾(٣).

﴿ وكأين من دابة لا تحمل رزقها الله يرزقها﴾(٤).

﴿ وآية لهم الأرض الميتة أحييناها وأخرجنا منها حباً فمنه يأكلون * وجعلنا فيها جنات من نخيل وأعناب وفجرنا فيها من العيون * ليأكلوا من ثمره وما عملته أيديهم أفلا يشكرون ﴾(٥).

ويقول أيضا:

﴿ الله الذى خلق السموات والأرض وأنزل من السماء ماء فأخرج به من

---

(١) فرانسيس مورلابيه – خرافة القدرة – ترجمة أحمد حسان The Myth of scarcity

(٢) الاعراف (الآية ١٠)

(٣) هود (الآية ٦)

(٤) العنبكبوت (الآية ٦٠)

(٥) يس (الآية ٣٣ – ٣٥)

الثمرات رزقا لكم وسخر لكم الفلك لتجرى في البحر بأمره وسخر لكم الأنهار وسخر لكم الشمس والقمر دائبين وسخر لكم الليل والنهار وآتاكم من كل ما سألتموه * وإن تعدوا نعمة الله لا تحصوها إن الإنسان لظلوم كفار﴾(١).

﴿ ولو أن أهل القرى آمنوا واتقوا لفتحنا عليهم بركات من السماء والأرض ولكن كذبوا فأخذناهم بما كانوا يكسبون﴾(٢).

﴿أفرأيتم ما تحرثون أأنتم تزرعونه أم نحن الزارعون﴾(٣).

﴿فلينظر الإنسان إلي طعامه * أنا صببنا الماء صبا * ثم شققنا الأرض شقا * فأنبتنا فيها حباً * وعنبا وقضباً * وزيتوناً ونخلاً * وحدائق غلباً * وفاكهة وأبا * متاعا لكم ولأنعامكم﴾(٤).

﴿وفي السماء رزقكم وما توعدون فورب السماء والأرض إنه لحق مثلما أنكم تنطقون﴾(٥).

﴿وهو الذي سخر البحر لتأكلوا منه لحما طريا﴾(٦).

ويستدل بهذه الآيات المعجزات أن الندرة التى يزعمونها فرية، وانكار وجحود بنعم الله سبحانه وتعالى، واتهام للطبيعة بالشح، والعجز عن تلبية احتياجات البشر، وهى التى أودع الله فيها الأقوات والأرزاق والقوى والطاقات وغير ذلك مما تستحيل بدونه حياة الانسان والطير والدواب، وتسجل الآيات زيف ما يزعمونه من اختلال فى العلاقة بين الموارد والسكان بقوله تعالى **﴿وأنبتنا فيها من كل شيء موزون﴾**(٧).

---

(١) ابراهيم (الآية ٣٢ - ٣٤)
(٢) الاعراف (الآية ٩٦)
(٣) الواقعة (الآية ٦٣ - ٦٤)
((٤) عبس (الآية - ٢٤ - ٣٢)
(٥) الذاريات (الآية ٢٢ - ٢٣)
(٦) النحل (الآية ١٤)
(٧) الحجر (الآية ١٩)

وإذا كانت هذه النصوص تكشف عن زيف إدعاءاتهم فليس بعد قول الله قول لأحد، ولا اذعان لامامة الغرب ومن سار على دربه ونهج نهجه[١].

إثبات خرافة الندرة

واذا كنا قد اثبتنا من خلال نصوص قرآنية قطعية الدلالة والثبوت ما يدحض فرية الندرة، فقد كان يكفينا هذا القدر، ويغنينا عن الاسترسال، إلا أننا قد رأينا في توارد الأدلة ما يدمغ أكذوبة الندرة.

تفيد تقارير اللجنة الرئاسية بالولايات المتحدة الأمريكية وكذا دراسات الانتاج العالمى من الغذاء لعلماء جامعة ولاية «ايوا» أنه لا يزرع من الأراضى الصالحة للزراعة فى العالم سوى ٤٤٪ وفى كل من افريقيا وأمريكا اللاتينية لا يزرع سوى أقل من ٢٠٪ من الأراضى التى يمكن زراعتها[٢] وهذا فى حد ذاته دليل على القصور فى استخدام الموارد وليس ندرتها.

وما ذكره شيخ المؤرخين تقى الدين أحمد المقريزى فى كتابه عن تاريخ المجاعات فى مصر[٣] ما وقع فى عهده من غلاء فحش امره، وشنع ذكره فما كان من الناس إلا أن أكلوا القطط والكلاب[٤]، وقد كانت مساحة الأرض الزراعية حينذاك تزيد عما هى عليه الآن، وكان عدد السكان لا يزيد على مليونين ونصف مليون نسمة، مقابل ما يزيد الآن عن ٥٥ مليون نسمة فى مصر. وهنا يثور التساؤل: فهل كان

---

(١) روى الأصمعى نادرة ذكرها الزمخشرى فى الكشاف ونقلها عنه صاحب الظلال فى تفسير سورة الذاريات، قال «أقبلت من جامع البصرة فطلع اعرابى على قعود له فقال: ممن الرجل؟ قلت من بنى أصمع. قال من أين أقبلت، قلت من موضع يتلى فيه كلام الرحمن فقال: أتل علىّ فتلوت عليه الذاريات، فلما بلغت قوله تعالى «وفى السماء رزقكم وما توعدون»، «فورب السماء والأرض إنه لحق مثل ما أنكم تنطقون» فصاح وقال: من الذى أغضب الجليل حتى حلف؟ لم يصدقوه بقوله حتى الجأوه إلى اليمين.

(2) Food The myth of scarcity, by francis Moorlappe and joseph Collins Souvenir press (E&A) LTD.

(٣) اغاثة الأمة بكشف الغمة – تقى الدين أحمد المقريزى – دار ابن الوليد سوريا.

(4) The myth of scarcity op. cit. P. 24

واننا نتساءل أيضا: أية ندرة تلك التى يمكن أن نتعلق بها لدفع اللوم عن أنفسنا وإلقائه على الطبيعة، وقد توحشت الأسماك فى الأنهار وأعالى البحار، ثم ماذا من السموم التى تدفع البلاد المختلفة من أجل الحصول عليها أعز ما تملك من العملات الصعبة ليزداد حجم الاختلال فى موازين مدفوعاتها فضلا عن قتل الانسان والنبات والحيوان وتهديد الحياة. ان المصادر الغربية تشير إلى أن المبيد الحشرى «فوسفل» "Fosvel" قد ارتبط بقتله للجاموس والبشر فى مصر فكثفت الشركات المنتجة من انتاجها.

لقد عبر عن الندرة أحد الكتاب الغربيين من خلال ما أسماه «اخلاقيات قارب النجاة» هذا الكاتب هو «جاريت هاردن» وتخلص نظريته فى أن الأرض تشكل الآن قارب نجاة ليس فيه من الطعام ما يكفى الجميع. ثم يستطرد... اليس من المنطقى أن يذهب الطعام إلى من يتمتعون بأكبر فرصة فى النجاة، والا نخاطر بسلامة الجميع باحضار ركاب جدد؟ ثم يتساءل: ماذا يحدث إذا اقتسمت المساحة فى قارب النجاة؟ ثم يجيب... يغطس القارب، ويغرق الجميع. العدالة المطلقة تعنى الكارثة المطلقة[1].

قواعد النظام الاقتصادى الاسلامى

الاسلام دين دعوة ومنهج وحياة، وليس مجرد نصوص أو طقوس ومن تأمل فى قوله تعالى ﴿هو أنشأكم من الأرض واستعمركم فيها﴾[2] أدرك أن هناك تكليفا من قبل المولى سبحانه وتعالى لعباده بعمارة الأرض، وذلك بما يصلح شئون حياتهم، وييسر لهم سبل معاشهم، فاذا قصر البشر فى عمارتها - رغم تكليفهم وتوجيه الخطاب اليهم - فقد خالفوا أمر خالقهم فيما استخلفهم فيه والدين الاسلامى من هذا المنطلق ليس مجرد شعائر وعبادات ولكنه عقيدة وشريعة. ومقتضى هذه

---

(١) خرافة الندرة - مرجع سابق.

(٢) الآية ٦١ سورة هود.

العقيدة الايمان بوحدانية الله. وتفرده بالخلق والتدبير وتنزهه عن الند والشريك والمماثلة فى الذات أو الصفات، وتفرده باستحقاق العبادة والتقديس. وأما الشريعة وهى الشق الثانى للدين الاسلامى فما هى الا القواعد والأحكام الفقهية المتعلقة بالعبادات والمعاملات، وهذه الأخيرة هى التى تحدد علاقة الفرد بربه، وعلاقة الفرد بغيره، ومن هذه المعاملات ما يتعلق بالبيوع، والرهون، والديون، والكفالة، والضمانة، والوكالة والحوالة والشركة والوديعة والعارية والشفعة والهبة.

واذا تناولنا جانباً واحدا من هذه الجوانب، وهو جانب المال، فمن الثوابت فى الدين الاسلامى نهيه عن أكل أموال الناس بالباطل، وتحريمه للربا وقد جعل الآخذ والعاطى فيه سواء، كما أنه نهى عن الغش، والاستغلال، وايتاء الأموال للسفهاء، ونهى عن أكل أموال اليتامى، وعن بخس الناس أشياءهم، كما نهى عن النجش، وبخس الكيل والميزان، كما نهى عن الاحتكار والتسعير، وأمر بالوفاء بالعقود والعهود، وأمر على سبيل الندب بإثبات الدين حتى لا تضيع الحقوق، وأمر بحسن القضاء والاقتضاء فى البيع والشراء، وأمر بالأمانة، وفرض الزكاة، وجعل فى أموال الأغنياء حق معلوم للسائل والمحروم، وفرض الفرائض (المواريث) وابان أحكام الوصية، وأباح بيع المزايدة، والرهان المقبوضة، وغير ذلك كثير مما جاء فى كتب الفقه على وجه التفصيل.

وقد صاغ المفاهيم المتقدمة بدقة متناهية، جامعة مانعة، أحد أعلام الاقتصاد الاسلامى[1] وهو بصدد تحديد قواعد هذا النظام وذلك على الوجه التالى:

(١) أن الحاكمية والعبودية لله وحده سبحانه وتعالى.

(٢) أن المال مال الله ونحن مستخلفون فيه.

(٣) أن شقى الشريعة الاسلامية وهما العبادات والمعاملات يرتبطان ارتباطاً عضوياً وموضوعياً ببعضهما البعض.

(٤) أن مهمة الإنسان على ظهر الأرض هى عبادة الخالق تبارك وتعالى.

---

(١) أ. د. عبد الحميد الغزالى – الاقتصاديات الكلية – مرجع سابق.

(٥) أن غاية الوجود على ظهر الأرض هى «إعمارها» ويرتبط بذلك تثمير الأموال.

خصائص النظام الإقتصادي الاسلامي

(١) أهمية دافع الربح فى تسيير النشاط الاقتصادى، ولكن بمفهوم وضوابط إسلامية محددة.

(٢) أهمية نظام السوق وميكانيكية الأثمان بضوابطه الاسلامية.

(٣) مركز وأهمية العمل فى هذا النظام وإقترانه بالايمان.

(٤) الحرص على الإنفاق بشعبه الثلاث: الاستهلاكى والاستثمارى والصدقى على أساس أن الإنفاق هو جوهر التنمية.

(٥) تحريم الربا، كركن أساسى فى هذا النظام.

(٦) توفر صيغ استثمار حقيقى للأموال عن طريق تضافر العمل ورأس المال.

(٧) تحريم الاحتكار والاكتناز وكل الممارسات الخاطئة فى النشاط الاقتصادى من غش وتدليس ونجش... الخ، ضمانا لسوق إسلامية كاملة.

(٨) نظام مالى متكامل تكون ركيزته الزكاة ويشكل دعامة أساسية لدور محدد للدولة فى توجيه وترشيد النشاط الاقتصادى.

(٩) تكافل اجتماعى بناء، يعمل على توفير «تمام الكفاية» لكل فرد من أفراد المجتمع ويدفع الجميع إلى الاشتراك الفعلى فى النشاط الاقتصادى تعميراً للأرض.

(١٠) نظام توزيع يقوم على أساس معايير العمل والحاجة والضمان، فالغنم بالغرم والخراج بالضمان، فمن يعمل يكسب ومن لا يستطيع فعليه أن يسد حاجاته الأساسية عن طريق العمل ثم يتم مقابلة بقية هذه الاحتياجات من خلال معيار الحاجة.

(١١) نظام ملكية، متعدد، يشمل ملكية الدولة، والملكية العامة، والملكية الخاصة، آخذاً فى الاعتبار أن النوع الأخير يشكل عصب هذا النظام، ويضبط بضوابطه الشرعية، بمعنى قيامه بوظيفته الاجتماعية.

(١٢) نظام رقابى ذاتى شامل من الفرد على نفسه، ومن الفرد على الحاكم، ومن الحاكم على الفرد، ومن الخالق تبارك وتعالى على الجميع[١].

المال وحرية التملك فى الإسلام

إذا كان المال هو قوام الحياة وانَّى للحياة أن تقوم أو تستقيم بغيره، فليس بوسعنا أن نتحدث عن التنمية فى الاسلام دون أن نشير إلى أنه على النقيض تماما من المذهب الاقتصادى الرأسمالى الحر والذى يطلق عنان الحرية للأفراد للتصرف فى المال والممتلكات إلى الحد الذى ذهب بآدم سميث إلى التساؤل من خلال نظرية المشاعر الأخلاقية Theory of moral sentiments عن الغاية من الجشع والطمع والجرى وراء الثروة، وأجاب على ذلك من خلال كتابه «ثروة الشعوب» ان كل هذا التهافت الجشع على الثروة يلقى ما يبرره أخيراً فى الرجل العادى[٢] وهذه المقولة ترتبط بزعمه أن هناك يداً خفية تعمل على تحقيق التوازن والتوافق بين مصلحة الأفراد الذاتية ومصلحة المجتمع.

بل إن سميث Smith ذهب مؤكداً وجهة نظره بقوله «اننا لا نتوقع عشاءنا من كرم القصاب أو صانع الخمر أو الخباز ولكن نتوقع منهم رعايتهم لمصلحتهم الذاتية. اننا لا نخاطب انسانيتهم وانما نخاطب حبهم لذواتهم، ولا نحدثهم عن الأشياء الضرورية لهم وانما عن المزايا التى يحصلون عليها[٣].

واذا كانت الحرية الرأسمالية قامت على الافراط المقيت فى حب الذات أو ما أطلق عليه علم النفس «الأنا الأعظم» "Egoism" فإن الاسلام على الجانب الآخر يقيد حرية المسلم فى التصرف فى المال فصاحب المال فى نظر الاسلام ليس هو

---

(١) أ. د. عبد الحميد الغزالى - الاقتصاديات الكلية - مرجع سابق، وقد استعنا فى تحديد قواعد النظام الاقتصادى الاسلامى وخصائصه على المؤلف دون سواه باعتباره أحد أعلام الاقتصاد الاسلامى فى العالم الاسلامى، ولأن هذه القواعد والخصائص تمثل وحدة واحدة متجانسة جامعة مانعة.

(2) The wordly philosophers, by Robert Heilbroner

ترجمة د. راشد البراوى - قادة الفكر الاقتصادى.

(٣) المرجع السابق، ص ٨٢.

المالك الأصيل لأن المالك الأصيل هو الله، وانما هو منتفع به ومؤتمن عليه ومستخلف فيه.

تكوين الفائض الاقتصادي من منظور اسلامي

الفائض الاقتصادى هو الزيادة فى الدخل القومى على الاستهلاك القومى(١) وتقتضى زيادة الفائض الاقتصادى فى الدول النامية أما زيادة الدخل، واما تقييد الاستهلاك وتحجيمه. ولما كانت زيادة الدخل عملية معقدة وتدور معها وحولها حلقة الفقر الخبيثة The vicious circle of poverty، فإن الخيار الثانى المطروح أمام الدول النامية هو تقييد الاستهلاك وترشيده والذى يتعين البدء به للعمل على ازالة بعض الاختلالات الهيكلية كالخلل القائم بين الانتاج والاستهلاك أو بين التصدير والاستيراد، وإلى أن تتمكن هذه الدول من تدعيم بنيتها الاقتصادية وازالة مختلف الاختلالات الهيكلية والبنيانية، واقامتها لجهاز انتاجى فنى ومتقدم ويتميز بالمرونة وقادر على تشغيل كافة الموارد المعطلة وغير المستغلة، إلا أن السؤال الذى يظل مطروحا هو نظرة الاسلام لمسألة الاستهلاك.

الاستهلاك من منظور إسلامي

المسلم مطالب بالاعتدال فى التمتع بالطيبات من الرزق وعدم الافراط أو التفريط أو الاسراف أو التقتير امتثالا لقوله تعالى:

﴿ والذين إذا أنفقوا لم يسرفوا ولم يقتروا وكان بين ذلك قواما﴾(٢).

ولقوله تعالى : ﴿وكلوا واشربوا ولا تسرفوا إنه لا يحب المسرفين﴾(٣) ولقوله ﷺ فيما رواه المقداد بن معد يكرب رضى الله عنه قال: سمعت رسول الله ﷺ يقول «ما ملأ آدمى» وعاءً شراً من بطنه، بحسب ابن آدم لقيمات يقمن صلبه، وان كان

---

(١) أ. د. رفعت المحجوب «دراسات اقتصادية اسلامية».

(٢) الفرقان (الآية ٦٧).

(٣) الاعراف (الآية ٣١).

لابد فاعلا فثلث لطعامه، وثلث لشرابه، وثلث لنفسه»(١).

وصح عن رسول الله ﷺ أنه قال «الكافر يأكل فى سبعة أمعاء والمؤمن يأكل فى معى واحد»(٢).

وليس معنى ذلك أن الاسلام يدعو المسلم إلى أن يحيا حياة الكفاف، ولا أنه يذره يعانى شظف العيش، وإنما يتكفل بدفع ذوى الحاجات وأهل الكفاف إلى الكفاية، ودليلنا على ذلك، قوله تعالى:

﴿يا أيها الذين آمنوا كلوا من طيبات ما رزقناكم واشكروا لله إن كنتم إياه تعبدون﴾(٣).

ولما رواه أحمد عن عمرو بن شعيب عن أبيه عن جده عن النبى ﷺ قال «كلوا وتصدقوا والبسوا فى غير اسراف ولا مخيلة»(٤).

وفى رواية عن ابن عباس «كل ما شئت والبس ما شئت ما اخطاتك خصلتان سرف ومخيلة»(٥).

ولما رواه كذلك عمران بن حصين رضى الله عنه أن النبى ﷺ قال «ان الله يحب إذا أنعم على عبد نعمة أن يرى أثر نعمته على عبده»(٦).

---

(١) الحديث رواه الترمذى وقال حديث حسن، وقد جاء فى رياض الصالحين بلفظ «أكلات» بمعنى لقم، وذكره الغزالى أيضا فى الأحياء فى بيان فضيلة الجوع وذم الشبع ج ٣ ص ٧٨ - عيسى الحلبى.

(٢) الحديث رواه مالك فى موطأه فى كتاب صفة النبى صلى الله عليه وسلم / باب ما جاء فى معى الكفار - ج٢ ص ٩٢٤ ط عيسى الحلبى، وكذا رواه البخارى فى صحيحه فى كتاب الأطعمه - باب المؤمن يأكل فى معى واحد (البخارى شرح السندى) قال حدثنا اسماعيل - قال حدثنى مالك عن أبى الزياد عن الأعرج عن أبى هريرة رضى الله عنه وذكر الحديث، وكذلك رواه مسلم فى صحيحه فى كتاب الاشرية (مسلم بشرح النووى).

(٣) البقرة (الآية ١٧٢).

(٤) انظر البخارى بشرح السندى.

(٥) رواه بن كثير فى تفسيره للآية «كلوا وأشربوا ولا تسرفوا» وقال أخرجه البخارى وأحمد - ج٢ ص ٢١٠ ط عيسى الحلبى.

(٦) أنظر سبل السلام باب اللباس ج٢ برقم ٤٩٤ - مكتبة عاطف.

ولما رواه عمرو بن دينار قال : قال عمر بن الخطاب: «إذا أعطيتم فأغنوا يعنى الصدقة»(١).

وقد روى ابن حزم عن الحسن أن يعطى من الصدقة الواجبة من له الدار والخادم، اذا كان محتاجا، وعن ابراهيم نحو ذلك وعن سعيد بن جبير، يعطى منها من له الفرس والدار والخادم، وعن مقاتل بن حيان: يعطى منها من له العطاء من الديوان وله فرس(٢).

ولما رواه البخارى أيضا فى صحيحه قال: حدثنا اسماعيل بن عبد الله، قال حدثنى مالك عن أبى الزناد عن الأعرج عن أبى هريرة رضى الله عنه ان رسول الله ﷺ قال «ليس المسكين الذى يطوف على الناس ترده اللقمة واللقمتان والتمرة والتمرتان ولكن المسكين الذى لا يجد غنى يغنيه ولا يفطن به فيتصدق عليه ولا يقوم فيسأل الناس(٣).

ويبين مما تقدم أن الاسلام يدعو الانسان إلى الاعتدال فى طعامه وشرابه ولباسه. وأن يتمتع بالطيباب فى غير سرف ولا مخيلة.

واذا كان هذا هو منظور الاسلام للاستهلاك فإن للغرب مفهوما آخر لخفض انفاق المجتمع على الاستهلاك، فيذهب اللورد كينز فى نظريته العامة التوظيف والنقود، إلى أن عادات الانفاق على الاستهلاك تتفاوت لدى الطبقات تفاوتاً كبيرا، وان الميل الحدى للاستهلاك لدى طبقة الأغنياء أقل منه لدى طبقة الفقراء، وان الفقراء يستهلكون نسبة أعلى من دخولهم عن الأغنياء، وانه لو لسبب ما كان من المرغوب فيه خفض انتاج المجتمع من الاستهلاك لكان من السهل إحداث ذلك بفرضة ضريبة على الفقراء واعطاء حصيلتها للأغنياء الذين سوف يدخرون جزءً

---

(١) الحديث رواه ابن حزم موقوفا فى المحلى ج ٦ - قسم الصدقات - وقال لا نعلم لهذا القول خلافا من أحد من الصحابة.

(٢) المرجع السابق ص ١٥٥ - ١٥٦ ط دار التراث.

(٣) البخارى بشرح السندى - باب لا يسألون الناس الحافا - ج١ ص ٢٤٨ - ط الحلبى.

كبيــراً منهـــا[1].

وهذه الوسيلة التى ذكرها كينز تتعارض مع أبسط القيم الأخلاقية والدينية وتمجها الفطر والطبائع السليمة، ذلك أنها تمثل استيلاء على دخل الفقراء بطرق غير مشروعة. وعلى النقيض من ذلك يقرر نبى الاسلام صلوات الله وسلامه عليه منذ أربعة عشر قرناً قاعدة مؤداها تؤخذ من أغنيائهم وترد على فقرائهم[2] بينما يرى كينز أن تؤخذ من فقرائهم وتعطى لأغنيائهم. والاسلام لا يسمح باستئثار القلة الغنية بخيرات المجتمع، بل ذهب بعض فقهاء المسلمين إلى القول انه «إذا مات رجل فى بلد جوعا فأهلها كلهم قتلة، وتجب عليهم الدية[3].

التراكم الرأسمالى من منظور إسلامى

بعض الكتاب المشتغلين بالاقتصاد الإسلامى يتحرجون من معالجة هذا الموضوع خشية الزلل، وإذا تناولوه، فإنهم يتناولونه بحذر، ولعل فى رسالة الإمام على بن أبى طالب لعامله فى مصر ما يعالج هذه المسألة بنظرة أبلغ من نظرة الاقتصاديين المعاصرين.

فيقول الإمام على فى رسالته لابن الحارث الأشتر النخعى مايلى: «وليكن نظرك فى عمارة الأرض أبلغ من نظرك فى استجلاب الخراج، لأن ذلك لا يدرك إلا بالعمارة، ومن طلب الخراج بغير عمارة، أضر بالبلاد وأهلك العباد ولم يستقم أمره»[4] .

وقد جسد عبدالملك بن مروان نفس المعانى التى تضمنتها رسالة الإمام علي

---

(١) د. جمال سعيد – النظرية العامة لكينز ص ١٥١.

(٢) الحديث رواه البخارى عن ابن عباس فى باب أخذ الصدقة من الأغنياء ومن «قوله صلى الله عليه وسلم لمعاذ بن جبل حينما بعثه إلى اليمن» فإن هم اطاعوا فأخبرهم ان الله فرض عليهم صدقة تؤخذ من أغنيائهم فترد على فقرائهم» (البخارى بشرح السندى ص ٢٦١ ج١).

(٣) الأحكام فى أصول الأحكام لابن حزم الاندلسى وكذا المحلى ج١٠ كتاب الدماء والقصاص والديات ص ٥٢٤.

(٤) نهج البلاغة فيما اختاره الشريف الرضى عن الإمام على ابن أبى طاب، ص ٢١٠، دار مطابع الشعب.

والتى تكفل تكوين الثروة وسرعة نمائها فى أسمى الصور الانسانية وذلك فى كتاب الى الحجاج، حينما طلب منه الحجاج أخذ الفضل من أموال السواد، فمنعه من ذلك وكتب اليه يقول «لا تكن على درهمك المأخوذ أحرص منك على درهمك المتروك، وأبق لهم لحوماً يعقدون بها شحوماً»(١)

الإسلام والأزمات الاقتصادية

تفسر بعض الدراسات الأزمة الاقتصادية على أنها تمثل مجموعة من الاختلالات فى الاقتصاد الداخلى والخارجى، وهذه الاختلالات تخلص فى اختلال العلاقة بين الانتاج والاستهلاك، وبين الاستثمار والادخار، وبين الموارد العامة والنفقات العامة، وبين الواردات والصادرات.

وهذه الاختلالات تؤدى بالضرورة إلي تفاقم الأزمات الاقتصادية والتى تظهر بشكل أوضح فى الاختلال الهيكلى بين الأ«سعار والأجور. فبينما تزداد الفجوة اتساعاً بين الأسعار والأجور من ناحية، يزداد الاختلال تعاظما بين الأجور والانتاج من ناحية أخرى، حيث تنخفض الانتاجية فى مقابل الأجور، الأمر الذى يتضح معه أن الأزمة الاقتصادية تكمن فى ضعف الانتاج(٢) .

والاختلالات التى أشرنا اليها لا وجه لوجودها فى ظل الالتزام بمنهج الإسلام. فالكون أساسه التوازن، والإنسان جزء من هذا الكون، فإذا تحدثنا عن الاختلال فإنما نتحدث عن انحراف الإنسان عن المسار التوازنى لنواميس الكون والحياة، ودليلنا على ذلك قوله تعالى ﴿والأرض مددناها وألقينا فيها رواسي وأنبتنا فيها من كل شيء موزون﴾(٣) .

---

(١) نقلا عن د. محمد عبد المنعم عفر - مجلة الاقتصاد العدد ٢٢ لسنة ١٩٨٤م. والأرض السوداء هى التى بها زرع وشجر وخلافا للأرض البيضاء التى لا شجر بها ولا غرس - الخراج لأبى يوسف - دار الشروق، ص ٣١٨.

(٢) أ.د. عبدالحميد الغزالي - من مقال بجريدة الاهرام القاهرية، عدد الجمعة عام ٨٨ بشيء من التصرف.

(٣) سورة الحجر (الآية ١٩).

فإذا تدبرنا هذه الآيه وأمعنا فيها النظر وتأملنا كذلك الآية الكريمة: **﴿والله أنبتكم من الأرض نباتا﴾**(١) .. استبان لنا على وجه لايقبل الشك أن حكمة الله سبحانه وتعالى تجلت فى خلقه الجبال لكى تكون للأرض رواسى وأوتاداً حتي لاتضطرب وتميد، والاضطراب فى اللغة هو الاختلال وهو نقيض التوازن. ثم يخبرنا سبحانه وتعالى أن كل مانبت فى الأرض يتصف بالتوازن وهو مايستدل من قوله تعالى: **﴿وأنبتنا فيها من كل شئ موزون﴾**(٢) .

هذا الاتزان من نواميس الكون، ولا تستقيم الحياه فى غيبته، والإنسان شأنه فى ذلك شأن سائر النبات وهو مايستدل به من قوله سبحانه وتعالى: (والله أنبتكم من الأرض نباتا).

فإذا كان كل ماينبت على هذه الأرض يتصف بالتوازن، والإنسان نبْتٌ من نبات الأرض. فهذا يقتضى التسليم من جانب المسلمين بأن هذا الكون أساسه التوازن، وأن الإنسان وهو جزء من هذا الكون هو المسئول عن أدنى إختلال إذا إنحرف عن المسار التوازنى لنواميس هذا الكون، فالإنسان هو المنتج وهو المستهلك وهو المدخر وهو المكتنز وهو المستثمر وبه يتم الانتاج ومن أجله أيضاً.

فلا ينبغى أن يكون هناك إفراط ولا تفريط ولا إسراف ولا تقتير ولا شح ولا تبذير، وحسب المسلم أن يتلو قوله تعالى: **﴿ولا تجعل يدك مغلولة إلى عنقك ولا تبسطها كل البسط فتقعد ملوماً محسوراً﴾**(٣).

وإذا كنا قد تعرضنا خلال هذا المبحث لضوابط الإسلام فى العمل والإنتاج والإستهلاك والإستثمار فحسبنا ذلك على سبيل الاشارة والتنويه.

التنمية الاقتصادية ومشكلة الانفجار السكاني

لقد وقع مالتوس ومن بعده المالتوسيون الجدد فى خطأ بيِّن حينما نظروا الى

---

(١) سورة نوح (الآية ١٧).

(٢) سورة الاسراء (الآية ٢٩).

(٣)

كل مولود جديد على انه يمثل وحدة استهلاكية اضافية وتناسوا انه يمثل ايضا وحدة انتاجية اضافية، وقد اندفع مالتوس الى كتابة مقالته عن السكان بعدما قرر بعض فلاسفة عصره انه ليس هناك قانوناً طبيعياً يحد من قدرة الانسان على تحسين ظروفه المعيشية، وأن بوسع الانسان أن يستخدم قوانين الطبيعة لتحسين الانتاج. وكتب مالتوس مقالته الأولى والتي تنتهي الى مبدأ مؤداه «ان قدرة الإنسان على الانجاب أعظم من قدرته على الانتاج»(١) .

وإذا أردنا أن نحلل موقف الدول المتقدمة في المؤتمر العالمي للسكان في بوخارست في اغسطس عام ١٩٧٤، والذي زعمت فيه البلاد المتقدمة ان الاكتظاظ السكاني هو السبب الرئيسي للفقر، وقالت غالبيتها، أن إبطاء النمو السكاني هو شرط أساسي مسبق للتنمية الاقتصادية(٢) فان تفسير ذلك - من غير مشقة - فيما اعلنه Paul Chmits بقوله «وبجانب هذا الوضع الذي أكسب الشرق وضعا استراتيجيا في السياسة الدولية، يوجد لديه عنصران آخران يؤثران تأثيراً كبيراً في سياسة التعاون بين الأقطار الإسلامية الأمر الذى يؤدي أن تصبح غداً قوة عالمية، وهذان العنصران هما الزيادة المضطردة في عدد سكانه وما توصلت اليه الأبحاث من أن في باطن أرضه ثروة من المواد الخام تكفي - كما يقول الخبراء - لقيام صناعة تضارع مثيلاتها في أوروبا، بل سيكون لدى المشرق فائضا يجعله من أولى المناطق المصدرة لها في العالم وهذان - أي العنصران - هما مصدر القوة في العالم الإسلامي(٣) .

---

(1) Some philosophers held that no natural law limited man's ability to improve his conditions of life. They believed that man could use scientific natural laws to improve his production, his health and his general welfare. Because Malthus did not agree with some of the ideas, he wrote his first essay to show that man's ability to reproduce was greater than his ability to produce. This was his "Principle of papulation". Thompson & Lewis - Population Problem. 5th ed. Mc Graw hll. P. 15.

(٢) مجلة المسلم المعاصر - العدد ٤٨ ص١٤٨ - د. كارم السيد غنيم.

(٣) المرجع السابق.

معدل النمو الاقتصادى من منظور إسلامى

معدل النمو الاقتصادى لا يعتبر في حد ذاته مقياسا للتقدم، إذ أنه لايفرق بين الحلال والحرام بين انشاء مزرعة دواجن أو مزرعة خنازير، وانشاء مسجد أو ملهى ليلي، أو اقامة مصنع لتنقية المياه، ومصنع للخمور أو مدرسة لتحفيظ القرآن وأخرى لتعليم الرقص وفنون الباليه(١) .

كلمة أخيرة

ونحن بما قدمناه لم نكن فى مجال للمقارنة، وما يكون لنا أن نفعل، لأنها ستكون مقارنة بين فكر من صنع الإنسان غير المعصوم من الزلل، وفكر مستمد من منهج إلهى شامل للحياة.

---

(١) الموسوعة العلمية والعملية لاتحاد البنوك الإسلامية.

المبحث الثالث

دور سوق الأوراق المالية فى تمويل التنمية

تمهيـد:

استعرضنا فى المبحثين المتقدمين مسألتى التخلف والتنمية من خلال كتابات رواد الاقتصاد الأولين ومؤلفات وآراء الثقات من الاقتصاديين المعاصرين الذين تناولوا هذا الفكر بالنقد والتحليل، وانتهينا إلي أن الفكر الغربى المعاصر إنما هو امتداد للفكر الاستعماري القديم وان نظرة الغرب اتجاه الدول المتخلفة لا تختلف عن نظرة التجاريين والتقليديين وان هذه الدول على تلون أشكالها لا تريد للدول التى تخلفت عن الركب ان تفلت من قبضتها، بل أنها على النقيض من ذلك لا تألو جهداً فى عرقلة نموها والابقاء على تخلفها وربطها معها - ولو من خلال المساعدات الأجنبية - برباط التبعية والخضوع.

إلا أننا من قبيل الانصاف والأمانة العلمية - نبهنا إلا أنه لا ينبغى النظر الى كافة النظريات الغربية التي تتناول مشاكل الدول النامية، وعمليات الانماء الاقتصادي على أنها شر مستطير لأن فيها من الجزئيات ما فيه خير كثير.

وإذا استعرضنا فى عجالة في المبحث المتقدم المذهبين الأساسيين في استراتيجية التنمية في الوقت الحاضر وهما نظرية النمو المتوازن ونظرية النمو غير المتوازن وانتهينا أيضا الى عدم صلاحية أيٍ من النظريتين لاحداث التنمية الاقتصادية فى الدول الآخذة في النمو، الأمر الذي دعا أحد مشاهير الاقتصاد المصريين الى القول: ربما كان أبلغ مايقال في هذا المجال ان خير الاستراتيجيات ماتلاءمت مع الظروف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية السائدة بالبلاد(١) .

ان خلاص البلاد المتخلفة من معالم التخلف يقتضى بداهة ازالة أسبابه، ولعل

---

(١) د. محمد زكي شافعي - مرجع سابق - جـ٢ ص١٤.

أحد الأسباب الرئيسية التي ساقها كمٌ غفير من الاقتصاديين فى هذا الصدد تكمن في عدم كفاية رءوس الأموال المنتجة وتخلف طرائق الانتاج في هذه البلاد.

وإذا كان هناك شبه إجماع بين الاقتصاديين على أهمية التكوين الرأسمالي Capital formation إلا أنهم اختلفوا في درجة أهمية عنصر رأس المال، فبينما يرى بعض الاقتصاديين أن مشكلة ندرة رأس المال تعد أحد العوامل المسئولة عن استمرار أوضاع التخلف، ويرى آخرون أن ندرة رأس المال تحجب ماعداها من خصائص التخلف وأن رأس المال يعتبر محور التنمية الاقتصادية، ويوافق هؤلاء جميعاً من يرى أنه من غير المتصور احداث التنمية الاقتصادية فى غيبة التكوينات الرأسمالية Capital formation إلا أن فريقا آخر من الاقتصاديين يرى أن هناك من العوامل مايفوق رأس المال فى الأهمية[1] .

ويجمع بين هذه الآراء ماذكره "Meier" ان التراكم الرأسمالي ليس كل شئ إلا أنه يمثل جوهر عملية التنمية والتي من خلالها تصبح كل أوجه التنمية ممكنة[2].

وإذا كنا قد إنتهينا في مبحث سابق الى ان إحداث التنمية يقتضي إحداث تغيير عميق في البنيان الاقتصادي للبلاد النامية، وان السبيل الى ذلك انما يتحقق من خلال تكوين جهاز انتاجي كاف لتشغيل الموارد العاطلة، والى فن انتاجي متقدم لاستخدامه في تشغيل هذا الجهاز، فمما لاشك فيه أن تكوين هذا الجهاز يقتضي زيادة التكوينات الرأسمالية زيادة مضطردة بما يسمح بزيادة المقدرة الانتاجية للاقتصاد القومي.

وإذا ماتمكنت البلاد النامية من زيادة طاقاتها وقدراتها الانتاجية، ترتب على

---

(1) U,N, Processes and Problems of industrialization in underdeveloped countries, N. York 1955. p. s

نقلا عن د. حمدية زهران – التنمية الاقتصادية.

(2)Gerald Meier, Leading Issues in Economic development. p. 219.

ذلك زيادة الدخول، فزيادة المدخرات الوطنية، فزيادة التكوينات الرأسمالية(1) عندئذ تنكسر حلقة الفقر الخبيثة التي تناولها نيركسه في مؤلفه الشهير عن مشاكل تكوين رأس المال في الدول المتخلفة.

أثر المدخرات على معدل النمو الاقتصادى

لقد ثبت من الدراسات التي أعدت في مختلف البلدان والمؤسسات الدولية أن نسبة المدخرات الى الدخل فى البلاد المتخلفة تقل عن ١٠٪ بينما تبلغ هذه النسبة حوالي ١٥٪ في الدول المتقدمة اقتصاديا، كما أعدت العديد من الدراسات فى شأن مقدار رأس المال المطلوب لزيادة الناتج القومي بمقدار وحدة واحدة وذلك في كل قطاع من قطاعات الاقتصاد على حدة، وفي الاقتصاد القومي ككل، وهذا المقدار هو الذي يُطلق عليه معامل رأس المال Capital Coefficient أو نسبة رأس المال الى الناتج Capital - output ratio

فلو افترضنا اننا بصدد زيادة الناتج القومي بما قيمته ٢٠ مليون جنيه ويقدر معامل رأس المال بـ ٤جم فان ذلك يقتضي زيادة التراكمات الرأسمالية Capital accumulation بمقدار ٨٠ مليون جنيه مصري. ولو افترضنا ان السكان يزيدون بمعدل ٢,٥٪ سنويا فإن الحد الأدنى لمعدل النمو الاقتصادى ينبغي ألا يقل عن معدل النمو السكاني، بل وينبغي تجاوز هذا المعدل بما يسمح بزيادة متوسط نصيب الفرد من الدخل القومي، أما إذا انخفض عن معدل نمو السكان، فان ذلك يعني انخفاض متوسط نصيب الفرد من الدخل القومي فضلا عما يصاحب هذا الانخفاض من آثار على خطط التنمية الاقتصادية.

ونوضح فيما يلي كيفية احتساب معدل النمو الاقتصادي(2)

---

(1)Capital Formation can be defined as any investment that increases the productivity (James).C. van Horne (1980) Financial management and Policy - capacity of society Prentice - Hall - New Jersy.

(2) General M. Meier, leading issues in Economic Development P. 221.

الناتج القومي	نسبة المدخرات	الادخار	الاستثمار	معامل رأس المال	الزيادة فى الناتج القومي
١	٢	٣	٤	٥	٦
١٠٠٠٠٠	٦٪	٦٠٠٠	٦٠٠٠	٤	١٥٠٠
معدل النمو	= (٦) / (١)	١٥٠٠٠ / ١٠٠٠٠٠	= (٢) / (٥)	٠,٠٦ / ٤	٠,٠١٥

ويتبين من الجدول المتقدم انه بإمكاننا الحصول على معدل النمو الاقتصادى:

بقسمة ـــــ الزيادة فى الناتج القومى / الناتج القومى ـــــ فى الشكل (٦) / (١)

أو بقسمة ـــــ نسبة المدخرات / معامل رأس المال ـــــ فى الشكل (٢) / (٥)

المصادر التمويلية للعملية التنموية

تتعدد مصادر التكوين الرأسمالى فى المجتمعات ويعتبر الادخار بلا خلاف بين الاقتصاديين هو المرحلة الأولى فى عملية تكوين رأس المال، تليها مرحلة تعبئة المدخرات، بينما تتحصل المرحلة الثالثة فى تحويل المدخرات إلي تجهيزات وسلع استثمار.

ومن المعلوم أن الادخار قد يكون اختياريا كما قد يكون اجباريا، أما الادخار الاختيارى فهو الذى يقبل عليه الافراد والمشروعات عن طواعية واختيار ويتمثل فى مدخرات القطاع العائلى ومدخرات قطاع الأعمال بشقيه الخاص والعام.

وأما الادخار الاجبارى فينتزع من الافراد والمشروعات جبراً حيث يتم الاستيلاء على جزء من دخل الافراد قسراً سواء عن طريق الضرائب أو عن طريق التضخم

والذى يعتبره بعض الكتاب استيلاء على الدخل بطرق غير مشروعة(١).

ويقسم بعض الاقتصاديين المصادر التمويلية من وجهة النظر القومية إلى قسمين رئيسيين هما المصادر التمويلية الداخلية والمصادر التمويلية الخارجية.

أولا: المصادر الداخلية:

وتشمل هذه المصادر

(أ) مدخرات القطاع العائلى.

(ب) مدخرات قطاع الأعمال الخاص.

(جـ) مدخرات قطاع الاعمال العام.

(د) مدخرات القطاع الحكومى.

وتتمثل مدخرات القطاع الخاص فى الفرق بين جملة دخول الافراد التى يمكن التصرف فيها من ناحية، والانفاق الخاص على الاستهلاك من ناحية أخرى، ويتوقف مستوى الادخار بهذا القطاع على عدة عوامل أهمها مقدار الدخل وبيان توزيعه.

أما مدخرات قطاع الأعمال الخاص فتتمثل فى الأرباح غير الموزعة فضلا عن مخصصات استهلاك رأس المال.

أما مدخرات قطاع الأعمال العام فتتمثل فيما يؤول إلى الحكومة من أرباح المشروعات المملوكة لها.

أما عن مدخرات القطاع الحكومى فتتمثل فى فائض نشاط الحكومة الجارى

---

(١) د.زكى شافعى - مرجع سابق.

وأيضا Basch, Financing & Economic Development Dec. 1963 P. 4

وأيضا محمد عبد المنعم عفر - مقال عن تكوين رأس المال مجلة الاقتصاد الإسلامى العدد ٢٢.

وأيضا د . يحيى عويس - المشاكل الاقتصادية - القاهرة ط ٧٨، ص ٧٧، ٧٨ وأيضا محمد صبحى - الاقتصاد ط ٨٥/٨٦ ص ٣٣١ - ٣٤٠.

وهو الفرق بين الايرادات الجارية والمصروفات الجارية ويسهم هذا القطاع بنصيب ضئيل فى الادخار القومى، بل وغالبا ما يكون ادخار هذا القطاع سالباً بسبب قصور معدل الزيادة فى الايرادات الجارية عن ملاحقة معدل الزيادة فى النفقات الجارية.

ويلاحظ بصفة عامة انخفاض مستوى الادخار فى البلاد المتخلفة قياسا على الاحتياجات ويرجع ذلك غالبا إلى انخفاض مستوى الدخل.

ولاتواجه البلاد المتخلفة مشكلة انخفاض مستوى الادخار فحسب، وإنما تواجهها أيضا مشكلة سوء توجيه المدخرات، حيث يستثمر جانب منها فيما يسمى بالاستثمارات السلبية والتى تتمثل فى اكتناز الذهب، وتشييد المبانى الفاخرة وشراء الأراضى وما إلى ذلك.

ولذلك فإن رفع معدلات تكوين رءوس الأموال، وتوجيه الاستثمار إلى المجالات التى تحقق أكبر زيادة ممكنة من الطاقة الانتاجية للاقتصاد القومى يمثلان مشكلتان رئيسيتان من مشاكل الدولة المتخلفة الساعية إلى النمو، وهما فى ذات الوقت جوهر السياسة الانمائية فى أى مجتمع(١).

وفى رأينا ان إحدى المشاكل التى تؤدى إلى تسرب جزء كبير من الدخل والذى كان من الممكن أن يضاف إلى رصيد التراكمات الرأسمالية هو عدم تخير المؤسسات المالية القائمة فى معظم البلدان النامية لأدوات الاستثمار المناسبة والتى تتفق ومعتقدات شعوبها، بل إنها على النقيض من ذلك راحت تفرض على المستثمرين المحتملين من أدوات الاستثمار ما تمجه طبائعهم وتأباه معتقداتهم.

التمويل التضخمي وسياسة النقود الرخيصة

يعتبر التمويل عن طريق التضخم من المسائل التى احتدم الخلاف بشأنها وثار الكثير من الجدل العلمى حولها كسياسة ملائمة لتكوين رأس المال بسبب ما يترتب

(١) د. كامل فهمى بشاى - دور الجهاز المصرفى فى التوازن المالى.

على انتهاج هذه السياسة من إعادة توزيع الدخل القومى لصالح الفئات الاجتماعية القادرة ذات الميول الادخارية العالية على حساب الفئات الكادحة ذات الدخول المنخفضة والمحدودة.

وقد ذهب أنصار التمويل التضخمى إلى ضرورة لجوء الحكومات فى البلاد النامية إلى زيادة الائتمان المصرفى والتوسع فى إصدار أوراق البنكنوت «فيما يطلق عليه بعض الاقتصاديين» سياسة النقد الرخيص "" وسند هذا الفريق فى ذلك هو ضعف المدخرات وضآلة معدل التكوينات الرأسمالية فى البلاد النامية وصعوبة حل هذه المشكلة بالأساليب التقليدية(١).

وينصرف المقصود بسياسة النقود الرخصية إلى تلك السياسة النقدية التى يتمخض عنها زيادة محسوسة فى المعروض النقدى دون مراعاة لتناسب هذه الزيادة مع نمو الناتج المحلى، ودون مراعاة السلطات النقدية لمتطلبات الاستقرار النقدى، أى المحافظة علي مستوى معقول من الأسعار، ومن المعروف أن صندوق النقد الدولى يعتمد فى أساليبه للتعرف على الاتجاهات التضخمية أو الانكماشية على معامل الاستقرار النقدى Coefficient Of Money Stability بربط المتغيرات فى حجم وسائل الدفع (m3) بالتغيرات فى الناتج القومي الاجمالى.

وقد اثبتت التجارب أن سياسة النقود الرخيصة لم تنجح فى تحقيق تراكم رأس المال، بل تمخض عنها زيادة محسوسة فى الاستهلاك بسبب زيادة الميول الاستهلاكية المظهرية والترفية من جانب أصحاب عوائد حقوق التملك.

ويرى أنصار التمويل التضخمى أنه يمكن تلافى الآثار المترتبة علي إعادة توزيع الدخل فى صالح الطبقات القادرة طالما أن الزيادة فى النقود سيقابلها زيادة فى الانتاج بنفس النسبة تقريبا.

---

(١) د. رمزى زكى - مشكلة التضخم فى مصر ص ٢٥٩، ٥١٧، ٥١٨.
وأيضا د.مصطفى السعيد - محاضرات فى مبادىء الاقتصاد دار النهضة المصرية.

كما يرى معارضو التمويل التضخمى أن استمرار التضخم امداً طويلا من شأنه ان يباشر أثراً سلبياً على المدخرات الاختيارية لأنه يقلل من حجم الفائض الذى يدخره القطاع العائلى، وربما يضطر أفراد هذا القطاع - مع موجة الغلاء والارتفاع المتواصل للأسعار - إلى استخدام مدخراتهم السابقة فى مواجهة أعباء المعيشة.

ويرى البعض أن التمويل التضخمي يترتب عليه الاستيلاء على جزء من دخول الأفراد بطرق غير مشروعة.

ثانيا: مصادر التمويل الخارجي:

إذا لم تكن المدخرات الوطنية كافية لتمويل التنمية الاقتصادية فغالبا ما تلجأ حكومات الدول النامية إلى التمويل الخارجى لسد الثغرة بين الادخار والاستثمار وذلك عن طريق القروض الخارجية والمساعدات التى تقدمها بعض المؤسسات الدولية، إلا أنه قد بات لكل ذى بصر وبصيرة أن هذا التمويل يجرى استخدامه من جانب الدول المتقدمة اقتصاديا كأداة لفرض وصايتها على الدول النامية وربطها معها برباط التبعية وأغلب هذه القروض ذو طابع خدمى واستهلاكى، ناهيك عما يقترن بهذه القروض من فرض القيود واملاء الشروط والحصول على امتيازات ومكاسب سياسية وعسكرية. ومن خلال هذه القروض يتم تحويل الكثير من بلدان العالم الثالث إلى اقتصاديات ديون، أى اقتصاديات فاقدة لحركتها الذاتية وتحتاج دائما لمزيد من القروض لا لأغراض التنمية ولكن بغرض خدمة واستهلاك الديون السابقة، بل من الثابت أن عددا كبيرا من الدول النامية التى اعتمدت على الموارد الخارجية، قد وصلت إلى مرحلة العجز عن سداد القروض وفوائدها بينما لم تتمكن من تخطى حاجز التخلف ولذلك لم يكن مستغربا أن يحذر البنك الدولى من أن تراكم الديون الخارجية على الوحدات المتخلفة أصبح يشكل عبئا متزايداً لدرجة أن تكاليف خدمة هذه الديون وصل إلى حد يهدد قدرة هذه الوحدات على تنمية

اقتصادياتها[1].

إن مسألة ضخ القروض من الوحدات ذات الفائض التى اتخمتها التراكمات الرأسمالية إلى دول العالم الثالث (ذات العجز) إنما تستهدف إعادة تدوير الفوائض البترودولارية، وما يصاحب ذلك غالبا من تنشيط كافة صادرات الدول الرأسمالية من مواد غذائية وأسلحة وتكنولوجيا وسيارات وأجهزة ترفيهية ومشروعات وخبراء ويترتب علي ذلك ارتداد هذه القروض وفوائدها إلى هذه الدول حيث يتم اعادة تصديرها مرة أخرى عن طريق المزيد من القروض والمزيد من الشروط[2].

لذلك فإن التمويل الخارجي يجب النظر إليه دائما كعنصر ثانوى أى كعنصر مكمل للموارد المحلية وليس بديلا عنها، بل ويجب أن تتناقص أهمية التمويل الخارجى لهذه الدول بحيث يتسنى لها فى نهاية مرحلة معينة أن تستغنى عنه كلية[3].

وحسبنا أن نسوق هنا ماذكره أحد كتاب الغرب المعتدلين فى هذا الصدد.

Foreign assistance, if not in The form of grants, means some burden in the future The extent Which foriegn loans Can be Serviced repaid will ultimately depend on what Can be saved at home in the future.

فالكاتب المذكور وهو من مشاهير الاقتصاديين الغربيين يصدقنا القول حينما يقر أن المساعدات الأجنبية مالم تكن فى شكل منح أو هبات، إنما تمثل عبئا فى المستقبل وأن المدى الذى يمكن أن يعتمد عليه فى خدمة هذه القروض إنما يتوقف على حجم المدخرات المحلية.

---

(١) أ.د. عبد الحميد الغزالى – مقدمة فى الاقتصاديات الكلية – مرجع سابق.

(٢) د.مخلف أحمد عبد الغنى مقال بالاهرام الاقتصادى حول أزمة الاقتصاد السرى العدد ٦٥٤ لسنة ١٩٨٧.

(٣) د.رمزى زكى – مشكلة التضخم فى مصر – ص ٧٢٢ – ٧٣٦.

ثم يستطرد الكاتب فى مزيد من الصراحة إلى القول بأن المدخرات المحلية هى المصدر الذى ينبغى الاعتماد عليه بصفة أساسية لكسر حلقة الفقر المعيبة وإزالة أسباب التخلف.

Domestic savings are Therefore The more Reliable source of development to break The vicious Circle of Poverty and Under - development(1)

أما عن الحجة التى كثيراً ما تساق فى شأن عدم امكانية زيادة معدل الإدخار المحلى فى ظل أوضاع التخلف الاقتصادى فإنها لم تعد مقبولة فى الفكر التنموى الحديث -ذلك أن هناك شبه اجماع بين المشتغلين بشئون التخلف والتنمية فى دول العالم الثالث علي أن مشكلة التمويل لاتتمثل فى نقص المدخرات المحلية وانما فى الأسباب التى تربض وراء هذا النقص(٢).

ونخلص مما تقدم أن تعبئة المدخرات القومية وتوجيهها إلى مختلف أوجه الإستثمار فى إطار الأولويات الموضوعة فى لحظة تعد من المتطلبات الأساسية للتنمية الاقتصادية واحد التحديات التى يتعين على هذه الدول ان تواجهها وتتغلب عليها.

موقع السوق المالية من النشاط الاقتصادى:

يدور النشاط الاقتصادى لأى مجتمع فى دائرتين احداهما مادية وتتعلق بالتدفقات العينية والخدمية فى شكل إنتقال وتداول للسلع والخدمات ومستلزمات الانتاج، والأخرى مالية وتتعلق بحركة انتقال وتداول الأصول المالية، وقد ترتب على ذلك انقسام المعاملات التى تصدر عن أية وحدة اقتصادية إلى معاملات خاصة بالسلع والخدمات وهى التى تقترن بالانتاج والاستهلاك والاستثمار، وعمليات اخرى داخلية وتحويلية يترتب عليها دخل لأصحاب عناصر الانتاج نتيجة الاشتراك

---

(1) Geral N. meier, leading issues in Economic Develoment P 219.

(٢) د.رمزى زكى - مشكلة التضخم فى مصر - مرجع سابق.

فى العملية الانتاجية، وعمليات مالية يترتب عليها نقل الموارد المالية من قطاع لاخر ولذلك تتعامل هذه الوحدات فى نوعين من الأسواق:

١ - السوق الحقيقية Real Market وتشمل سوق السلع الاستهلاكية والاستثمارية وخدمات عناصر الانتاج.

٢ - السوق المالية .Financial market

وتظهرسوق المال نتيجة لتحقيق بعض الوحدات الاقتصادية في مجتمع معين لبعض الفوائض المالية والتى قد لاتحتاج إليها فى زمن معين، وقد ترغب فى استثمار هذا الفائض بدلاً من الاحتفاظ به فى شكل سيولة فائضة تمثل رأس مال عاطل فى حين قد توجد على الجانب الآخر وحدات اقتصادية اخرى تعانى من عجز فى الموارد المالية وتسعي فى طلب هذه الفوائض لمواصلة نشاطها الاقتصادى خلال فترة زمنية معينة، ولذلك تلجأ هذه الوحدات ذات العجز والتى تمثل جانب الطلب إلى المجموعة الأولى ذات الفائض التى تمثل جانب العرض، ويترتب على ذلك إنتقال الموارد المالية من قطاع لآخر من خلال السوق المالية(١).

وقد قدمنا فى مبحث سابق أن السوق المالية بمعناها الواسع Financial market تمثل مجموعة القنوات التى تتدفق من خلالها الأموال من الافراد والهيئات والمؤسسات وكافة قطاعات المجتمع إلى مثيلاتها فى شكل تيار نقدى أو مالى مستمر أو غير منقطع وانها بذلك تؤدى دوراً بالغ الأهمية فى استقطاب المدخرات وتحريك رءوس الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة إلى القطاعات ذات العجز المالى، وهى بذلك تمارس تأثيرا محسوسا على مصار الادخار فى مرحلة التجميع وعلى توزيعه فى مرحلة التوظيف.

---

(١) د.منى عيسى العيوطى - رسالة دكتوراه عن التدفقات المالية ودور قطاع الوسطاء الماليين فى الاقتصاد المصرى.

وأيضا د. كامل فهمى بشاى - دور الجهاز المصرى فى التوازن المالى ص٥.

ويعلق بعض الاقتصاديين أهمية كبرى على دور الوساطة التى تقوم بها السوق المالية أخذاً فى الاعتبار أن الذى يقوم بالاستثمار فى الاقتصاديات الحديثة مجموعة من الافراد والمؤسسات هم المنتجون، بينما يقوم بمعظم الادخار مجموعة أخرى هم غالباً المستهلكون ويرى هذا الفريق من الكتاب أن ذلك مدعاة للتمييز بين الاستثمار الحقيقى Real Investment والاستثمار المالى Financial Ivestment وكذلك بين الاستثمار والادخار المخطط والمحقق(١).

Exante and Expost irvestment and saving

ويمكن أن نخلص من ذلك إلى ما خلص إليه بعض الاقتصاديين وهو أن رفع معدلات تكوين رءوس الأموال وتوجيه الاستثمارات إلى المجالات التى تحقق أكبر زيادة ممكنة من الطاقة الانتاجية للاقتصاد القومى يمثلان جوهر السياسة الانمائية فى أى مجتمع(٢).

وإذا كنا قد عرضنا فى عجالة لأهمية الدور الذى تقوم به السوق المالية بمعناها الواسع، فقد آن لنا أن نتتقل من التعميم إلي التخصيص فننحى جانباً الدور الذى تقوم به الموسسات المالية المتخصصة فى المعاملات قصيرة الاجل أو ما يسمى بسوق النقد Money market وكذلك المؤسسات المالية المتخصصة فى القروض طويلة الأجل والتى تمثل أحد شقى سوق رأس المال لتناول الشق الاخر من هذا السوق وهو سوق الأوراق المالية موضوع هذا البحث.

المقصود بتمويل سوق الأوراق المالية للتنمية

إذا كنا نتحدث عن دور سوق الأوراق المالية فى تمويل التنمية الاقتصادية فإنه يتعين علينا أن نحدد منذ البداية أن المقصود بتمويل التنمية فى هذا الصدد انما ينصرف إلى تمويل الجهاز الانتاجى الذى يقوم بتشغيل الموارد البشرية والطبيعية والمالية والذى يتمثل بصفة أساسية فى شركات المساهمة التى يجرى التعامل على

---

(1) Charles N. Henning William Pigott and robert Henry scott Financial markets and The economy P.21 in Modern economy ivestment Is Carried out by one group of indivduals and...

(٢) كامل فهمى بشاى – دور الجهاز المصرى فى التوازن المالى.

اسهمها فى أسواق الأوراق المالية.

وغنى عن البيان أن ثمة ارتباط وثيق لاينفك ولاينفصل ولاينفصم بين أسواق الأوراق المالية وشركات المساهمة والتى أضحت أبرز علامات التقدم الاقتصادى فى عالمنا المعاصر بما توفر لها من امكانات قد تعجز عنها بعض الحكومات حتى انه ليشق على الباحث المدقق تصور وجود احداهما فى غيبة الأخرى.

وإذا كان من الثابت أن شركات المساهمة كانت وليد الثورة الصناعية وانها وسيلة التنمية الاقتصادية ونتاجها، فإن أحداً لايمارى أن أسواق الأوراق المالية على الجانب الآخر، قد ارتبط وجودها بوجود شركات المساهمة، بل هى وبحق لازمة من لوازم بقائها واستمرار مسيرتها وتدعيم اقتصادياتها.

نشأة شركات المساهمة:

من المعلوم تاريخيا أن فكرة الشركة عموماً قد تبلورت بشكل واضح فى القرون الوسطى، ولعل من بين الأسباب الرئيسية لهذا التطور هو موقف الكنيسة ثم الشريعة الإسلامية من القرض بفائدة والنظر إليه باعتباره نوعاً من الربا. ولقد حرمت الكنيسة هذا القرض فى بداية القرن الثانى عشر(١).

واستخلص بعض الكتاب من ذلك أن تحريم القرض بفائدة قد دفع البعض إلى الالتجاء إلى سبل «احتيالية» للتخلص من الحظر الذى فرضته الكنيسة، وانهم قد وجدوا فى التجارة البحرية مرتعاً لاستثمار أموالهم، فكان المقرض يقدم المال إلى ربان السفينة مقابل وعد بالحصول على جزء من الأرباح، ولم تمانع الكنيسة فى هذا القرض الذى عرف بالقرض البحرى.

وإذا كان هناك بعض الكتاب الذين تناولوا - نقلا عن غيرهم - هذه المعلومات باعتبارها من أساليب التحايل للخروج من الحظر الذى فرضته الكنيسة(٢)، فإن هناك من الكتاب الاقتصاديين من تناول هذه المسألة بشىء من الانصاف بما ذكره

---

(١) د.أبو زيد رضوان - شركات المساهمة وفقا لاحكام القانون ١٥٩ دار الفكر العربى.

(٢) د.صالح ابن زابن المرزوقى - شركة المساهمة فى النظام السعودى - دراسة مقارنة بالفقة الإسلامى - وقد نقل الكاتب هنا عن غيره دون أن يلتفت إلى ماوراء القصد.

فى مؤلفة أن بعض الكتاب يرون أن أهم وسيلة للتحايل على الربا قد اتخذت صورة الشركة وان المرابى – من وجهة نظرهم – كان يسلم شخصاً آخر مبلغاً من النقود هو فى الحقيقة قرض ليستغله فى التجارة سواء فى عملية واحدة أو عمليات متعددة، فإذا ما انتهت هذه العمليات التجارية استرد المقرض المبلغ السابق تسليمه وكذلك ثلاثة أرباع الربح تاركاً الربع فقط لمن قام بالعمل، وبهذا «والرأى مازال لهؤلاء الكتاب» تمكن المرابون من توظيف أموالهم فى الربا والحصول علي ثلاثة أرباع الربح دون القيام بأى مجهود – ويضيفون – انه قد أفلتت هذه الصورة من قاعدة تحريم الربا وذلك بحجة أن المقرض يتعرض لخطر ضياع أمواله، وانه قد تطورت هذه الشركة الربوية حتى أصبحت شركة التوصية الحالية. وقد عقب الكاتب الأخير بعدم موافقته على ما انتهى إليه الرأى السابق بقوله «لكننا نرى أنه من الصعب اعتبار هذه الصورة قرضا بفائدة أو ربا بالمعنى الفنى للكلمة وذلك لعدم التزام المقترض بتسليم المبلغ فى حالة الخسارة[١].

ونحن نتفق مع ما انتهى إليه هذا الرأى من حيث درء شبهة الربا عن هذه العمليات وانها تتفق وعقود المضاربة الإسلامية حال عدم مخالفة باقى الشروط لأحكامها.

وقد استفاد المستشرقون والمقننون من التراث الإسلامى، ويعترف بذلك المنصفون منهم فيقول المستشرق «دى سنتلانا» فى مقال له ورد فى تراث الإسلام» ان النهضة التى شهدتها أوروبا طوال القرن التاسع عشر فى التشريع يرجع الفضل فيها لقانون العرب ويقصد بقانون العرب (القرآن الكريم والسنة المطهرة) وجملة علوم المسلمين ثم يضرب بعض الأمثال وأهمها «الشركات» وهو يرجعها إلى عقد القراض فيكتب الكلمة بالحروف اللاتينية هكذا "Quirad"[٢].

وكما عرف العرب الشركة قبل الإسلام وبعده عرفتها معظم الأمم كالفراعنة والبابليين وتعرض لها قانون حمورابى قبل الفى عام من ولادة المسيح عليه السلام[٣].

---

(١) د.أحمد جامع – الرأسمالية الناشئة ص ٥٢ – ٥٣ طبعة دار المعارف.
(٢) د.صالح المرزوقى – مرجع سابق.
(٣) د.صالح المرزوقى – مرجع سابق.

وفى نهاية النصف الثانى من القرن السادس عشر وبداية القرن السابع عشر بدأ بزوغ نوع جديد من الشركات هى شركات الأموال والتى تقوم من ناحية على تجميع رءوس أموال ضخمة لاستغلالها فى مشاريع عجزت أمامها الافراد وشركات الاشخاص بامكاناتها المحدودة.

ولقد كانت حركة الاستكشافات الجغرافية فى القرن الخامس عشر هى المحرك الأساسى لظهور تلك الشركات نظرا لما حققته البعثات البحرية الأولى من أرباح طائلة ومع اندفاع المستثمرين نحو تلك الشركات ظهر ما يسمى ب «حمىً» الشركات المساهمة وإلى وقوع كثير من المضاربات العنيفة وظهور شركات وهمية الأمر الذى أدى إلى افتقاد هذه الشركات لثقة أصحاب الأموال والهجوم عليها أيضا من قبل بعض الذين ينادون بحرية التجارة فى القرن الثامن عشر من أمثال آدم سميث. ومع ارتباط أسماء هذه الشركات فى ذلك الحين - أو أغلبها - باسماء الحكومات المستعمرة، مع قيامها بممارسة الاشراف التام على كثير من مرافق المستعمرات والمتاجرة بخيراتها صدر فى انجلترا ما يسمى بقانون الفقاقيع الذى حرم طرح اسهم لهذه الشركات بغير اذن البرلمان البريطانى أو بمرسوم ملكى إلا أنه بعد ظهور المخترعات التى أثرت فى تقدم البشرية، ووسائل حياتها وقلبت الصناعة، وغيرت كثيراً من معالم التجارة وتطلب التوسع فى التجارة والصناعة والعمران استثمار أموال كثيرة، اقتضى ذلك التوسع فى شركات الأموال وإنتشارها وإصدار القوانين المختلفة لتنظيمها[١].

شركات المساهمة والتطور الاقتصادى

خلصنا مما تقدم إلى أن شركات المساهمة تعد من أهم التنظيمات الاقتصادية التي فرضها التطور الاقتصادى، وهذه الشركات تمثل كيانات اقتصادية يتعاظم دورها بتعاظم النشاط الاقتصادى للمجتمع ودرجة نموه وتقدمه. ولأن هذه الشركات لا تقوم على الاعتبار الشخصى للشريك فان لها وجود مستقل عن الشركاء، فلا تنتهى بخروج الشريك أو وفاته أو إفلاسه، الأمر الذى يضمن لهذه الشركات الاستمرارية ويضاعف بالتالى أهميتها.

---

(١) المرجع السابق.

لقد تغيرت صورة المحل التجارى والشركة التجارية والصناعية القديمة، ففى المراحل الزمنية السابقة كانت الوحدات الانتاجية والتجارية صغيرة وفردية، ولذلك لم تكن فى حاجة الى قدرات مالية وتنظيمية، حتى ان احد الاقتصاديين والذى اشتهر قانون الأسواق باسمه، وهو جون باتيست ساى، يصف ذلك الخلط بين الغايات والأهداف فى تلك الشركات بقوله «ان الغايات الخاصة بالمشرف على المحل التجارى تهيمن على أهداف الشركة»(١).

لقد تطورت هذه الشركة تطوراً مذهلاً منذ بداية القرن السادس عشر فتضخمت رءوس اموالها وتعددت انشطتها وتجاوز بعضها حدود أوطانها حتى غدت السوق العالمية وكأنها شبكة للشركات العملاقة التى يتجاوز حجمها وحجم انشطتها حجم بعض البلدان مجتمعه.

واذا ما كانت التنمية الاقتصادية فى بلد ما تتوقف على قدرة جهازها الانتاجى على تشغيل كافة الموارد التى يمتلكها المجتمع، فان شركات المساهمة تقوم فى زماننا المعاصر بهذا الدور، وبصورة جلية واضحة فى المجتمعات الرأسمالية، ولكن ليس بقصد إحداث التنمية، ولكن بهدف زيادة معدل النمو الاقتصادى.

ويختلف الأمر فى الدول النامية، فدور شركات المساهمة فى هذه البلاد إنما تحسمه هويتها الاقتصادية، فمن هذه الدول من ينتمى الى النظام الرأسمالى الذى نشأت فى حضانته هذه الشركات وتعاظم فيه دورها، ومن هذه الدول من ينتمى الى النظام الاشتراكى والذى لا يسمح أصلاً بوجود هذه الشركات لقيام هذا النظام على تملك المجتمع لكل أدوات الانتاج، وبعض الدول تنتهج نظاما يعد خليطا بين النظامين، وهنا يتوقف الدور الذى تقوم به شركات المساهمة على القدر الذى يسمح به للقطاع الخاص بالمشاركة مع القطاع العام فى خطط التنمية الاقتصادية.

---

(١) بحث للدكتور جمال الدين الشيشتى – صندوق النقد العربى عن دور الأسواق المالية فى تمويل التنمية ص٤٢ – ٤٣

وبوسعنا أن نقرر أن الدول النامية أحوج الي التوسع فى هذه الشركات من غيرها من الدول التى قطعت شوطا بعيدا فى طريق التقدم، فمن خلال هذه الشركات يمكن الاعتماد على الذات، والتقليل من الاعتماد على الخارج والولوج فى معترك التنمية.

ان الاعتماد علي الذات هو الاطار العام لتحقيق النمط الجديد للتنمية، والذى يمكن من خلاله تخلص الدول التابعة من وصاية الدول المتبوعة، والتفلت من قبضة النظام الكولونالى العالمى، ولا يتحقق ذلك الأمر الا من خلال التوسع فى إنشاء المشروعات الانتاجية ودعم قدرة الجهاز الانتاجى بما يمكنه من زيادة الصادرات والحد من الاستيراد وموازنة ميزان المدفوعات والحفاظ بالتالى على قيمة العملة الوطنية من الانهيار.

وتقتضى سياسة الاعتماد على الذات تعبئة كافة الموارد المالية المتاحة والممكنة باعلى درجة من الكفاية واستخدامها على نحو رشيد. ولعل افضل السبل وصولاً لهذه الغاية هو تحفيز الأفراد والمؤسسات والهيئات على المشاركة فى تنفيذ خطط التنمية الاقتصادية من خلال المساهمة فى المشروعات التى يتقرر إنشاؤها أو من خلال دعم القدرة الانتاجية للمشروعات القائمة والتى ترغب فى التوسع والتطوير، من خلال زيادة رءوس اموالها.

على أنه يمكننا أن نلخص أهم المزايا التى تتمتع بها هذه التنظيمات الاقتصادية «شركات المساهمة» فيما يلى[(١)]:

١- تعتبر هذه الشركات وعاء هام تصب فيه مدخرات الأفراد والمؤسسات، حيث يجرى توظيفها بعد تعبئتها فى استثمار مباشر.

٢- تتمتع هذه الشركات بمقدرة مالية عالية تتمثل فى ضخامة رؤوس اموالها. اذ يسمح نظامها القانونى لآلاف الأفراد والمؤسسات بالمساهمة فيها مما يمكنها

---

(١) أمين بهبهانى - مجلة البورصات - الكويت - فبراير ٨٦ (بشئ من التصرف).

من ممارسة أنشطتها بأسلوب متميز يترتب عليها مزايا اخرى نذكر منها.

أ- التمتع بمزايا الانتاج الكبير وتحقيق الوفورات الداخلية internal economics، فمن المعروف انه بوسع المنشآت الكبيرة دون غيرها استخدام اساليب التكنولوجيا الحديثة، وتزداد كفاءة المعدات الرأسمالية بزيادة احجامها ويعبر اقتصادياً عن هذه الخاصية للآلات بأنها غير قابلة للتجزئة Indivisible(١)

ب- قدرة هذه المنشأت على تخصيص جزء من استثماراتها للقيام بالبحوث والدراسات التى تساهم فى تطوير الانتاج، وإنتاج سلع جديدة تغزو بها الأسواق المحلية، وتفتح بها أسواقاً جديدة خارجية.

جـ - قدرة هذه المنشآت على تحمل مخاطر الاستثمار، ذلك ان القدرة المالية والتنظيمية لهذه الشركات، واستقلال شخصيتها القانونية عن شخصية اصحاب المشروع يمكنها من الدخول فى المشروعات الاستثمارية الضخمة والتى تكون فيها درجة المخاطرة عالية، ولا تقدر علي تحملها المنشآت الفردية والصغيرة، الا ان مردود هذه المشروعات أيضا يتناسب مع حجم المخاطر، ومع هذا فان المنشآت الكبيرة قادرة على تخفيض حدة المخاطر. وذلك عن طريق تنويع انتاجها، وتعدد أسواقها، وتنويع مصادر خاماتها، وهو الأمر الذى لا تتمكن المنشآت الصغيرة من تحقيقه. وتعتبر هذه المزية أيضاً أحد وفورات الانتاج الكبير الذى يتوقف هنا على حجم المنشآت.

ويمكننا القول بأن التقدم فى فنون الانتاج فى المجتمعات الرأسمالية مدين فى جانب منه لهذا النوع من الشركات التى قامت بإستغلال قدراتها التنظيمية والمالية فى الانتاج والابداع.

دور الأسواق الأولية في تمويل التنمية

قدمنا فى مبحث سابق - ونحن بصدد الحديث عن الأهمية المالية والاقتصادية

(١) د. صلاح ابو اسماعيل - أصول الاقتصاد - دار النهضة ١٩٧٦ ص١٤١ - ١٤٢.

للسوق الأولية - أنها تعتبر ركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادى، وأنه ليس من المتصور فى ظل النظم الاقتصادية المعاصرة ، إحداث التنمية فى غيبتها وذلك للأسباب الآتية:

١- تعد السوق الأولية أحد الآليات الهامة فى تجميع المدخرات الوطنية، وتحريك رءوس الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة الى القطاعات ذات العجز فى الموارد المالية.

٢- تمارس السوق الأولية من خلال قيامها بهذا الدور تأثيرا محسوساً على مصادر الادخار فى مرحلة التجميع، وعلي توزيعه فى مرحلة التوظيف.

٣- تعد السوق الأولية مصدراً رئيسياً لضمان تدفق الأموال وبغير انقطاع الى الوحدات الانتاجية.

٤- ان من أهم المشاكل التى تواجه معظم الدول النامية، ليس مسألة تجميع المدخرات فحسب، وانما تواجهها ايضا مشكلة سوء توجيه المدخرات حيث يستثمر جزء منها فيما يعرف بالاستثمارات السلبية، والتى تتمثل فى شراء الأراضى وتشييد المبانى وشراء الذهب وما إلى ذلك، فى حين أن السوق الأولية تضمن من جانبها توجيه المدخرات فى مسارها الصحيح الى المشروعات التى فى مرحلة التكوين او تلك القائمة والراغبة فى التوسع والتطوير.

٥- ان شركات المساهمة ما كان لها ان تقوم ولا ان يظهر لها ثمة وجود فى غيبة السوق الأولية التى مولتها، وما قامت هذه الأسواق إلا حينما عجز الأفراد - بامكاناتهم المحدودة والشركات الفردية والصغيرة بمواردهم المتاحة - عن تمويل المشروعات العملاقة، خاصة بعد حركة الاستكشافات الجغرافية فى القرن الخامس عشر والتى كانت تعد المحرك الأساسى لظهور تلك الشركات.

٦- ان الشركات القائمة والتى ترغب فى زيادة مواردها المالية بغرض التوسع والتطوير او لمواجهة عمليات الإحلال والتجديد او لرأب الصدع فى هياكلها

التمويلية، ليس أمامها من سبيل سوى اللجوء الى احد مصدرين:

الأول هو سوق النقد، والثانى هو سوق رأس المال «وتحديداً» السوق الأولية.

اولا: سوق النقد Money Market

ويطلق عليه البعض سوق المعاملات قصيرة الأجل حيث تقوم وحدات الجهاز المصرفى - بحكم تخصصها فى إقراض وإقتراض النقود او التجارة فى الديون - بتمويل المنشآت بما تحتاجه من قروض، وعلاقتها بالعميل فى هذه الحالة هى علاقة الدائن بالمدين، وتتحمل المنشآت المقترضة بثمن الاقتراض المتمثل فى الفائدة المحدد سعرها سلفاً حتى لو أسفر نشاطها عن عجز أو «خسارة»[1].

وقد ثبت لدى المنصفين والباحثين - على وجه القطع واليقين من خلال الممارسات الفعلية للمنشآت الصناعية وغير الصناعية والتى تعانى من نقص فى السيولة الفعلية وضعف تدفقاتها النقدية، أن هذه المنشآت قد قطعت شوطاً بعيداً فى طلب القروض، والسحب على المكشوف، فعجزت عن سداد أصل الديون، وفوائد القروض فأضافت الي أعبائها اعباءاً ثقالا، ناءت بحملها بعد ان التهمت الفوائد الربوية عوائد انتاجها، فاختلت هياكلها التمويلية وتعرضت لما يعرف عند علماء التمويل والاستثمار بالاعسار الفنى Technical insovlencyاو الاعسار المالى Financial insovlency وذهب بعضها الى حد اشهار افلاسها Bankruptcy

---

(١) البنوك التجارية مثلها كمثل المشروعات الاقتصادية الأخرى الا انها تختلف عنها فى أن نشاطها الانتاجى يتمثل فى التعامل فى الديون او الائتمان، وأنها تحاول تحقيق أقصى ربح ممكن من خلال خلق نوعين من التعامل هما الاتجار في الديون أو الائتمان، والثانى هو خلق أوصناعة الديون أو الائتمان.

أ.د. عبد الحميد الغزالى - مقدمة في الاقتصاديات الكلية - النقود والبنوك ص١٨٩. وأيضاً.

Banks are essentially intermediary financing institutions, which do not own the larger part of the funds they employ, but owe them in turn to others. the relationship of the bank to custmer is that of debtor and creditor. The bank in effect borrows the money that is deposited with it by its clients and lends it to other clients.

(Hutchinson's New 20th century Encyclopedia).

ثانيا: السوق الأولية

تلجأ المنشآت (تحت التأسيس» الى السوق الأولية لأول مرة عند اصدار اسهم رأس المال، وطرحها للاكتتاب العام، بينما تلجا المنشآت القائمة الي هذه السوق اذا ما رغبت فى زيادة رءوس اموالها وذلك بعد تقديرها لكافة احتياجاتها من الموارد المالية، وسواء كان ذلك لمواجهة اية برامج توسعية، او عمليات احلال وتجديد تضمن بها المنشأة استمرارية التشغيل او استجابة منها لدواعي التطوير. وقد يدفع المنشآه الى اللجوء الى السوق الأولية عدم كفاية رأس مالها العامل لتمويل نشاطها الجارى.

كما ان احد الأسباب التى تدفع بعض المنشآت الى زيادة رأس المال هو رغبتها فى التخلص من أعباء الديون والتى قد تنوء بحملها وتعجز عن سداد اقساطها او حتى الوفاء بأعبائها.

ليس هذا فحسب، بل هناك سبب آخر يدعو المنشآت القائمة الى اللجوء الى السوق الأولية، اذ قد تخفق بعض المنشآت فى تحقيق الأرباح التى يتوقعها المساهمون وقد لا تتمكن لهذا السبب من اجراء توزيعات نقدية في حدود توزيعات السنوات السابقة، لذلك قد لا تجد هذه المنشآت محيصاً من توزيع اسهم مجانية بجانب التوزيعات النقدية أو بدونها، إرضاء للمساهمين، وعملاً على استقرار أسعار أسهم الشركة فى بورصة الأوراق المالية، الأمر الذى يتوقف عليه دعم موقف الشركة فى مواجهة المساهمين من جهة والمتعاملين مع الشركة من جهة اخرى.

ومن المعروف ان توزيع أسهم مجانية على المساهمين تقتضى زيادة رأس مال الشركة، وتستخدم الشركة فى هذه الحالة الأرباح المتجمدة والمحتجزة من سنوات سابقة فى شكل احتياطيات والتى لم يتم توزيعها على المساهمين - بادماجها فى رأس المال.

ومجمل القول أن بوسع الشركات ان تلجأ الى أحد الوسائل أو الطرائق الآتية لزيادة رأس المال:

١- زيادة رأس المال بمقتضى حصص جديدة نقدية او عينية.

٢- تحويل جزء من الاحتياطيات الى رأس المال.

٣- تحويل السندات الى أسهم.

كذلك تلجأ بعض المنشآت إلى اصدار أسهم ممتازة رغم ما يثيره هذا النوع من الأسهم من اعتراضات على أساس أنه يخلق نوعا من الطائفية بين المساهمين ويشجع على وجود الطبقية داخل شركات المساهمة التى تتميز من حيث الحقوق بالمساواة بين جميع المساهمين، وهذه الأسهم تعد خليطاً او هجيناً Hybridمن الأسهم والسندات من حيث أنها تقرر لأصحابها حقوقا لا تخولها لهم الأسهم العادية، وأنها تعد استثمارا مضموناً وبصفة خاصة فى حالة انقضاء الشركة، وأنها تمنح اصحابها حق الأولوية فى الأرباح او اموال الشركة عند تصفيتها، فضلاً عن تقرير نسبة معينة من الأرباح لحملة هذه الأسهم قبل التوزيع، او تقرير فائدة ثابتة لهم يتم اقتطاعها من الأرباح التى حققتها الشركة قبل القيام بالتوزيع.

كما أن هذه المنشآت قد تقوم باصدار سندات بل وكذلك تفعل الحكومات لتوظيفها فى أغراض استثمارية، أو لتسد بها العجز فى الموارد المالية أو لتسخدمها فى سداد أحد قروض السندات التى إقترب موعد استهلاكها.

ولما كانت السندات التى تصدرها الشركات ليست نوعاً واحداً وإن كانت جميعاً تدخل تحت مسمى القرض. فقد استتبع ذلك تعدد التقسيمات التى تناولها فقهاء القانون وشراحه وكذا علماء التمويل والاستثمار. ولا يكاد يعرف خلافا فيما تطرقوا اليه فى هذه المسألة الا من حيث التفاصيل وهو الأمر الذى سنتناوله بقدر من التفصيل فى مبحث مستقل فى الباب الثانى.

السوق الأولية وطرق التمويل وأثرها على الهيكل التمويلي

قدمنا أن بوسع شركات المساهمة أن تلجأ الى السوق الأولية إذا ما كانت راغبة فى زيادة مواردها المالية سواء من خلال زيادة رأس المال او اصدار قروض السندات اى التمويل بالدينDebt financing أو بهما معاً.

ومما لاشك فيه أن مسألة اختيار أسلوب التمويل Method of financing تعد من أهم المسائل التى تحظى باهتمام الادارة المالية لما تنطوى عليه من أمور حيوية تتعلق بمستقبل المنشأة، وحقوق المساهمين، ومقدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها فضلا عما ينطوى عليه هذا الأسلوب أو ذاك من تغيير لهيكل رأس مال المنشأة The capital structure of the firmوالذى يعبر عن ذلك المزيج من مصادر التمويل طويل الأجل Long Term Sources of Financing وقد يتجاوز ذلك إلى التأثير على الهيكل التمويلى للمنشأة والذى يتضمن ذلك الخليط Mixture من جميع مصادر التمويل أى طويلة وقصيرة الأجل[1].

ولما كان البناء الهيكلى لرأس المال الذى تنشده مختلف المنشأت هو الذى يترتب عليه تخفيض تكلفة رأس المالCost of capital إلى أدنى حد ممكن وبالتالى تحقيق هدف أصحاب المشروع وهو تعظيم حقوق المساهمين، لذلك فان ثمة اعتبارات يجب أخذها فى الحسبان من جانب الإدارة المالية للمنشآت الراهنة فى زيادة مواردها المالية ومنها :

١- مدى سلامة الهيكل التمويلى للمنشآت فى ضوء استخدام وسيلة التمويل التى وقع عليها الاختيار.

٢- تكلفة رأس المال.

أثر الرافعة المالية على ربحية المساهمE. P. s. وحقوق المساهمين.

---

(1) Principles of Financial management, Haim levy Marshall Sarnat ed. 1988. p. 370.

The Financial Leverage الرافعة المالية

تعرف الرافعة المالية بأنها إستخدام أموال ذات تكلفة ثابتة بهدف زيادة ربحية السهم(١).

والرافعة المالية -كما يقول علماء التمويل والاستثمار- سيف ذو حدين، فقد تكون ايجابية Positive وقد تكون سلبية Negative ، ويفصلون ذلك بقولهم أنه إذا كانت الرافعة ايجابية فان مؤدى ذلك زيادة ربحية السهم Eps بزيادة الدين Debt وعلى النقيض من ذلك، إذا انخفضت ربحية السهم كانت الرافعة سلبية(٢).

وقد تناولت الموسوعة الأمريكية هذا المعنى فى عبارة سهلة وبقدر من التفصيل وذلك على النحو التالى:

If one can borrow at a fixed interest rate and use borrowed funds to earn more than the fixed interest rate, the balance will come to the borrower as a profit.

But should the borrower earn less with the funds than he contracted to pay for them, he takes a magnified loss(3).

ولما كانت الرافعة تؤدى إلى زيادة الربح المتوقع operating income (NOI)وزيادة المخاطرة فى آن واحد. لذلك، فان التوسع فى استخدام الرافعة المالية فى المنشأة من شأنه زيادة حجم المخاطرة المالية financial Risk الأمر الذى يحمل معه أسباب إخفاق الشركة وإفلاسها، وهو الأمر الذى عبر عنه أحد الكتاب بقوله:

By increasing its use of leverage, the firm also increases financial risk and thereby the probability of financial failure.(4).

---

(1) James C, van Horne, Financial management and policy. New jercy p.785 ed 1980.

(2) Haim lmvy & Marshall Sarnat, Capital lnvestement and finance Decisions

(3) American Encyclopedia vol. 17 p. 263.

(4)Haim Levy- Capital lnvestment op. cit. p 234

ونظراً لأن الرافعة المالية تؤدى إلى زيادة العائد المتوقع والمخاطرة فى آن واحد، فإن ذلك يثير التساؤل عن صافى الأثر المترتب على استخدام الرافعة بالنسبة المساهمين ومصلحتهم الاقتصادية العليا.

وقد أجاب على هذا التساؤل أحد علماء التمويل والاستثمار بقوله «إن أحداً لا يستطيع بداهة أن يرجح أحد هذين العاملين، وطالما أن المنشأة قد اتخذت نفسها هدفاً يخلص فى تعظيم حقوق المساهمين، فان السبيل الوحيد لتوضيح أحد الاسلوبين يكمن فى التعرف على سلوك سعر السوق لأسهم هذه الشركة فإذا ما انخفضت القيمة السوقية للأسهم نتيجة استخدام الرافعة المالية، فان ذلك يشير إلى أن الزيادة فى حجم المخاطرة يرجح الزيادة فى ربحية السهم المتوقعة والعكس أيضاً صحيح.

off hand, it is not clear which of these two factors outweighs the other- since........... (1)

وفى موضع آخر يذكر نفس الكاتب أنه كلما ارتفعت نسبة الرافعة المالية كلما زادت مخاطرة الافلاس وكلما كان العائد المطلوب من جانب المساهمين أعظم.

the Higher the financial leverage ratio, the higher the risk of banakruptcy, and therefore the higher will be the extra required premium.(2)

وقد يكون من المفيد أن نقف عند التساؤل الذى طرحه علماء التمويل والاستثمار والذى يخلص فى الآتى:

هل يوجد هيكل أمثل للتمويل Optimal Capital financial structure، وإذا كان الأمر كذلك فكيف يمكن تحديده؟

وإذا تجاهلنا ولو لبعض الوقت تحليل «موديجليانى وميللر Modigliani and

---

(1)Haim Levy- Capital investment op. cit .p . 214

(2)IBId. P. 236. 263.

"Miller" والذى وصفه بعض الكتاب بالتطرف وتجاهله لبعض الثوابت تحيزاً منه لفكر معين، فانه يمكن القول أن مسألة وجود هيكل أمثل للتمويل قد تنازع الرأى فيه مدرستان:

المدرسة الأولى تصرح أن هناك هيكل أمثل يقوم على مزيج من أسهم رأس المال والدين، وهذا المزيج من شأنه تقليل تكلفة رأس المال، وأغلب علماء التمويل على أن التمويل بالدين أرخص نسبياً من التمويل عن طريق زيادة رأس المال، وحجتهم فى ذلك أن الفائدة على الدين يتم استقطاعها من الفائض أو الربح الذى حققته المنشأة. مما يؤدى إلى انخفاض أعباء الضريبة وبالتالى زيادة ربحية السهم Earning per share ، فى حين أن اصدار أسهم جديدة من شأنه زيادة عدد الأسهم المصدرة.

Debt financing is relatively cheaper than equity financing because Interest is tax deductible.

بينما تصرح مدرسة أخرى من مدارس الفكر أنه باستثناء مزية الاعفاء من الضريبة فى حالة الدين، فان أى انخفاض فى تكلفة رأس المال ينتج عن التمويل بالدين يقابله على الجانب الآخر زيادة فى تكلفة رأس مال الأسهم. وتفصيل ذلك أن التمويل بالدين مؤداه زيادة درجة المخاطرة، وزيادة المخاطرة تؤدى إلى زيادة نسبة العائد المطلوب تحقيقه من جانب المساهمين والذى يتضمن قيمة العائد الخالى من المخاطرة Risk free rate of return «كمعدل الفائدة على السندات الحكومية» مضافاً إليه علاوة المخاطر Risk premium، وزيادة تكلفة رأس المال على هذا الوجه من شأنها التأثير على القيمة السوقية لأسهم المنشأة فى أسواق الأوراق المالية، وهو ما لا يتفق والهدف الذى تسعى إليه المنشأة من خلال استخدامها لكافة الأدوات والطرائق التى تؤدى إلى تعظيم ثروة المساهمين(١).

---

(1) Multinational Business finance. David k. Eiteman & Arthur stonehill ed 1973 p. 220-221

أما «ميللر وموديجلياني» فقد ذهبا في تحليلهما للهيكل الأمثل إلى افتراض أن الهيكل الأمثل هو الذي يقوم على الدين بنسبة ١٠٠٪. وقد بنى أصحاب هذه النظرية افتراضهم على أساس الاعفاءات الضريبية الناتجة عن اقتطاع الفائدة المدفوعية من الربح المحقق وتوصلوا إلى المعادلة الآتية:

$$VL = Vu + t B$$

حيث VL تمثل القيمة السوقية للمنشأة المستخدمة للرافعة

VU تمثل القيمة السوقية للمنشأة غير المستخدمة للرافعة

T معدل الضريبة على المنشأة

B حجم الدين في هيكل رأس مال المنشأة.

ومن الواضح وفقا لهذه المعادلة أنه كلما زادت كمية الدين كلما تعاظمت قيمة المنشأة.

The higher the amount of debt, the greater the value of the firm.

وقد تعرضت هذه النظرية للهجوم ووصفت بأنها غير واقعية لأنها تتجاهل أمراً واقعياً في الحياة العملية وهو الاخفاق المالي كما يبين من النص التالي:

This unrealistic result reflects among other things, the fact that the M & M analysis ignores bankruptcy. in practice, a firm is confronted with steeply rising interest rates beyond fairly low levels of the debt equity ratio, since lenders and borrowers are sensitive to the possibility of "gamblers" ruin on bankruptcy.(1).

ويبين مما تقدم أن معظم الفكر الغربي يميل إلى التمويل بالقرض، وسنعرض فيما يلي لنماذج تطبيقية لاستخدام الرافعة المالية.

---

(1) Madura, Introduction to financial management, p. 363-364

أثر استخدام الرافعة المالية علي ربحية الأسهم «باستخدام مستويين من الأرباح

البيـــــــــان	هيكل رأس المال الجارى باستخدام الرافعة المالية		هيكل رأس المال المقترح بدون استخدام الرافعة	
	أ	ب	أ	ب
الأرباح قبل الفائدة والضرائب EBIT	$٧٠٠٠٠	$٨٠٠٠٠	$٧٠٠٠٠	$٨٠٠٠٠
ناقصا الفائدة	٤٥٠٠٠	٤٥٠٠٠	-	-
الأرباح بعد خصم الفائدة	٢٥٠٠٠	٣٥٠٠٠	٧٠٠٠٠	٨٠٠٠٠
ناقصاً الضرائب ٢٠٪	٥٠٠٠	٧٠٠٠	١٤٠٠٠	١٦٠٠٠
	٢٠٠٠٠	٢٨٠٠٠	٥٦٠٠٠	٦٤٠٠٠
ناقصا العائد على الأسهم الممتازة	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠	-	-
	١٠٠٠٠	١٨٠٠٠	٥٦٠٠٠	٦٤٠٠٠
الربح مقسوما على عدد الأسهم العادية	٥٠٠٠	٥٠٠٠	٢٥٠٠٠	٢٥٠٠٠
	$٢,٠٠	$٣,٦٠	$٢,٢٤	$٢,٥٦

مقتبس من principles of financial management

Table 13/ 3 p. 372.

ويبين من الجدول المتقدم أن الرافعة المالية كانت تارة ايجابية وتارة سلبية.

فعند مستوى مرتفع من الأرباح وهو هنا ٨٠,٠٠٠ $ أمكن تغطية التكاليف الثابتة وارتفعت ربحية السهم عند ذات مستوى الربح الذى لم تستخدم فيه الرافعة، وعند مستوى أدنى من الربح وهو ٧٠,٠٠٠ $ انخفضت ربحية السهم باستخدام الرافعة عن هذا المستوى الذى لم تستخدم فيه الرافعة. وهو الأمر الذى يكشف عن الدور الذى تقوم به الفائدة فى رفع التكاليف الثابتة للمنشأة، الأمر الذى قد يؤدى إلى انهيارها فى حالات الكساد أو مرورها بظروف غير مناسبة. كما أن استخدام المنشأة للرافعة المالية قد يؤدى إلى عدم بلوغ المنشأة لنقطة

التعادل إذا تجاوزت تكاليفها الكلية ايراداتها الكلية أو عدم بلوغها نقطة التعادل Break even point (BEP) إلا عند حجم كبير من الانتاج.

فإذا ما كانت المنشأة تسعى لتجنب أية خسائر وإلى بذل غاية الوسع لتعظيم حقوق المساهمين، فان مبيعاتها يجب أن تغطى كل التكاليف المتغيرة التى تتغير بتغير حجم الانتاج فضلاً عن التكاليف الثابتة ومنها الفائدة الثابتة التى تدفعها ثمناً للاقتراض، وهى التى لا تتغير بتغير حجم الانتاج، ويؤدى تضخمها وزيادة عبئها إلى زيادة المخاطر المالية، وتعرّض المنشأة للخسائر أو الاعسار المالى.

وإذا كان الفكر الغربى وكتاب الغرب قد ذهبوا شوطاً بعيداً فى تحيزهم لأسلوب التمويل باستخدام القرض واقتفى أثرهم وسار على دربهم ونهجهم عدد من كتاب الشرق، فقد رأينا أن نعرض هنا للأسلوب الذى عولجت به مسألة الرافعة المالية فى إحدى الموسوعات الأجنبية الشهيرة فيما يشبه التلفيق للوصول إلى النتائج التى تؤيد وجهة نظرهم فى هذا الشأن، فجاء العرض من الناحية العلمية مشوهاً ومشوباً بالأخطاء، ومعيباً. بما يقدح فى صحته من الناحية العلمية والمنطقية وذلك على الوجه المبين بعد بغرض اثبات أن القرض الربوى هو أفضل الطرق إلى اثراء المساهمين.

الرافعة المالية عند مستويات مختلفة لعدد من الشركات

البيـــــــــــان	الشركة (أ) درجة منخفضة من الرافعة	الشركة (ب) درجة عالية من الرافعة	الشركة (ج) درجة عالية من الرافعة
ديون طويلة الأجل بفائدة ٥٪	١٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠
أسهم رأس المال	٩٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠
اجمالى رأس المال المستثمر	١٠٠,٠٠٠	١٠٠,٠٠٠	١٠٠,٠٠٠
معدل العائد على رأس المال	١٢٪	١٢٪	٢٤٪
الأرباح الدولارية على اجمالى رأس المال	١٢,٠٠٠	١٢,٠٠٠	٢٤,٠٠٠
(-) ناقصاً الفائدة بمعدل ٥٪	٥٠٠	٢,٥٠٠	٢,٥٠٠
أرباح المساهمين	١١,٥٠٠	٩,٥٠٠	٢١,٥٠٠
معدل العائد لكل جنيه من رأس المال	١٢,٧٨٪	١٩٪	٤٣٪

هذا الجدول مقتبس من الموسوعة الأمريكية

The Encyclopedia Americana - International edition vol. 17P. 204

انظر الملحقات - الملحق رقم (٥)

وأول ما يسترعى الإنتباه عند النظر فى الجدول الذى قدمته الموسوعة هو تباين معدل العائد على رأس المال فى الشركات الثلاث وهو أمر غير مفهوم وافتراض

غير مقبول، وقد عبرت الموسوعة عن ذلك بقولها:

suppose company (c) with the same high leverage as company (B) doubles its return on total capital to 24%.......

وقد كان من المتعين تثبيت وتماثل معدلات الربحية فى المنشآت الثلاث حتى يمكن التعرف على أثر الرافعة المالية، إلا أن التحيز الواضح لأصحاب هذه النظرية ومن سار على دربهم ظهر جلياً فى هذا المسلك المعيب والذى من شأنه افساد أسس المقارنات بين المتساويات.

وقد قمنا بمحاولة من جانبنا لاثبات زيف هذه النظرية والتى نقلناها عن غيرنا وكأنها من النظريات المسلم بصحتها. فوفقا للحالة الافتراضية المبينة بعد، استبان ان أعلى قيمة للسهم والتى تتمثل فى قيمته الذاتية من خلال السياسة المالية التى تتبعها المنشأة قد تحققت فى الشركة التى تعتمد على التمويل الذاتى بنسبة ١٠٠٪ تليها تلك التى اعتمدت على التمويل الذاتى بنسبة ٧٥٪ والتمويل الخارجى بنسبة ٢٥٪ وأدناها تلك التى اعتمدت على التمويل الذاتى بنسبة ٥٠٪ والتمويل بالقرض بنسبة ٥٠٪.

الشركات أ، ب، ج شركات تنتمى إلى صناعة واحدة ومتماثلة من جميع الوجوه ورأس مال كل منها ٢,٥٠٠,٠٠٠ جنيه.

قامت الشركات الثلاث بزيادة رأس مالها المستثمر إلى ٥ مليون جنيه، أما الشركة أ، فقد آثرت أن تكون الزيادة عن طريق طرح أسهم زيادة رأس المال وعدم اللجوء إلى الاقتراض.

وأما الشركتان ب، ج فقد آثرتا تنويع مصادر التمويل وبحيث يصبح هيكل رأس المال المستثمر على الوجه التالى:

الشركة ب ٧٥٪ أسهم، ٢٥٪ قروض.

الشركة ج ٥٠٪ أسهم، ٥٠٪ قروض.

- وبفرض أن الأرباح قبل استقطاع الفوائد والضرائب تبلغ نسبتها ٢٠٪ من رأس المال المستثمر.

- وأن سعر الفائدة ١٠٪.

- وان نسبة المخاطرة الاقتصادية فى الشركات الثلاث ٢٪.

وان نسبة المخاطرة المالية تمثل جزء من عشرة وبذات النسبة بين القروض ورأس المال.

- وبفرض أن قيمة السهم ١٠ جنيها، فاذا وقع اختيارنا على تطبيق أحكام القانون المصرى على هذه الحالة فما هو أثر الفائدة والضرائب على الرافعة المالية.

وأى مصادر التمويل يتفق وأهداف المنشأة من حيث تعظيم ثروة المساهمين؟

حالة افتراضية

البيــــــــان	الشركة (أ)	الشركة (ب)	الشركة (ج)
أسهم	٥٠٠٠٠٠(١٠٠٪)	٣٧٥٠٠٠ج(٧٥٪)	٢٥٠٠٠٠ج(٥٠٪)
سندات	-	١٢٥٠٠٠ج(٢٥٪)	٢٥٠٠٠٠ج(٥٠٪)
إجمالى رأس المال المستثمر بعد الزيادة [رأس المال المملوك + القروض]	٥٠٠٠٠٠جنيه	٥٠٠٠٠٠ جنيه	٥٠٠٠٠٠ جنيه
الأرباح قبل الفوائد والضرائب (EBTT) (بنسبة ٢٠٪)	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠
(-) فائدة السندات ١٠٪	-	١٢٥٠٠	٢٥٠٠٠
صافى الدخل (بعد خصم فائدة السندات)	١٠٠٠٠٠	٨٧٥٠٠	٧٥٠٠٠
(-) اعفاء ضريبى ١١٪ من رأس المال المملوك غير خاضع للضريبة.	٥٥٠٠٠	٤١٢٥٠	٢٧٥٠٠
صافى الدخل الخاضع للضريبة	٤٥٠٠٠	٤٦٢٥٠	٤٧٥٠٠
(-) الضريبة المستحقة ٣٢٪	١٤٤٠٠	١٤٨٠٠	١٥٢٠٠
صافى الدخل	٣٠٦٠٠	٣١٤٥٠	٣٢٣٠٠
+ الاعفاء الضريبى (١١٪) السابق خصمه	٥٥٠٠٠	٤١٢٥٠	٢٧٥٠٠
صافى الدخل + الاعفاء الضريبى	٨٥٦٠٠	٧٢٧٠٠	٥٩٨٠٠
بافتراض أن القيمة الاسمية للسهم بكل من الشركات الثلاث ١٠ جنيهات يكون عدد الأسهم بكل شركة	٥٠٠٠٠ سهم	٣٧٥٠٠ سهم	٢٥٠٠٠ سهم
العائد على السهم	١,٧١٢جنيه	١,٩٣٩ جنيه	٢,٣٩٢ جنيه
القيمة الحقيقية للسهم =	٢٥,٦٨جنيه	٢١,٤٣ جنيه	٢٠,٩٣ جنيه
[العائد على السهم ((١ + نسبة النمو) / (العائد المطلوب تحقيقه - نسبة النمو))]	١,٧١٢((١ + ٠,٠٥) / (٠,١٢ - ٠,٠٥))	١,٩٣٩((١ + ٠,٠٥) / (١٤,٥ + ٠,٠٥))	٢,٣٩٢((١ + ٠,٠٥) / (٠,١٧ - ٠,٠٥))

قياس الرافعة المالية Measuring financial leverage

بقى أن نشير إلى أن هناك مقاييس للرافعة المالية بعضها يتعلق بدرجة الرافعة المالية والبعض الآخر يتضمن عدداً من النسب المالية التى يجرى استخدامها لقياس الرافعة المالية.

أولاً : درجة الرافعة المالية Degree of financial leverage (DFL)

يجرى استخراجها بالمعادلة الآتية:

$$\frac{\text{نسبة التغير فى ربحية السهم}}{\text{نسبة التغير فى الأرباح قبل الفائدة والضرائب}}$$

فعند استخدام المنشأة للرافعة المالية أى التمويل بالقرض فان التغير فى الأرباح قبل الفائدة والضرائب يترتب عليه تغيراً كبيراً فى ربحية السهم، والمعادلة المتقدمة توفر معياراً جيداً لقياس الرافعة المالية.

وقد استبان لنا من خلال الحالة التى عرضنا لها لبيان أثر الرافعة المالية على ربحية السهم، وزيادة هذه الربحية إلى ٣,٦٠ $ مقابل ٢,٠٠ $ نتيجة استخدام الرافعة المالية، وعند ربح قدره ٨٠,٠٠٠ $ ولم تتحقق هذه الزيادة عند ٧٠,٠٠٠ $ وللوصول إلى درجة الرافعة المالية بتطبيق المعادلة السابقة:

$$\text{درجة الرافعة المالية (DFL)} = \frac{\dfrac{\$\,٣,٦٠ - \$\,٢,٠٠}{\$\,٢,٠٠}}{\dfrac{٨٠,٠٠٠ - ٧٠,٠٠٠}{٧٠,٠٠٠}\ \%} =$$

EBIT

$$\frac{\%١٨}{\%١٤,٣} = ٥,٦$$

اما المقاييس الأخرى التى يجرى استخدامها لقياس الرافعة المالية فهى مجموعة من النسب المالية Financial Ratios والتى جرت العادة على

استخدامها بمعرفة المحللين الماليين للوقوف على مدى سلامة الهيكل التمويلى للمنشأة وأهم هذه النسب.

(١) نسبة المديونية Debt ratio وتمثل جملة الديون إلى جملة الأصول ونظراً لأن هذه النسبة تتضمن كلا من الديون طويلة الأجل وقصيرة الأجل Long and short term debts فانها معيار جيد لقياس المديونية فى هيكل المنشأة.

(٢) نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية وهذه النسبة تعد موشراً جيداً لقياس درجة المديونية فى هيكل رأس المال.

(٣) معدل تغطية الأرباح للفائدة Interest coverage ratio

وهى النسبة التى يمكن عن طريقها تحديد قدرة المنشأة على الوفاء بأعباء الدين المتمثلة فى الفوائد، ولكنها لا تقيس الدين ذاته، وهى توفر مؤشراً متقبلاً من جهة الدائنين لمستوى المخاطرة(١).

وهناك نسبة أخرى لا تقل عن النسب السابقة أهمية وان لم تتفوق عليها جميعا وهذه النسبة هى:

(٤) نسبة إجمالى الديون إلى حقوق الملكية:

تشير هذه النسبة إلى مدى امكانية تغطية حقوق الملكية ممثلة فى رأس مال الشركة واحتياطياتها والفائض المرحل (ان وجد) لكافة ديون المنشأة، وبعبارة أخرى فان العلاقة بين حقوق الملكية وديون المنشأة هى علاقة بين حجم الأصول المملوكة للمنشأة وحجم الأصول الذى يمثل حقوقا للغير على المنشأة.

ويصور أحد العلماء هذه النسبة بالاتى:

The relationship of the indebtedness of the company to its net worth is important one.Generally the owners showld have more money invested in assests the creditors.

---

(1) Haim Levy - Marshall Sarnat op. cit. P. 386.

Any increase in the ratio is unfavorable and decrease is favorable.

ويشير هذا التعريف إلى أنه لا ينبغى أن تتجاوز الأصول المستثمرة المملوكة للدائنين الأصول المملوكة للمساهمين.

ولا شك أن زيادة النسبـة يؤدى إلى تصـدع البناء المالى للمنشـأة، ويزداد التصدع بزيادة الأعباء وتعد هذه النسبة من أبرز نسب الاعسار الفنى والمالى لدى المحللين الماليين.

الاصدارات الجديدة وحق الأولوية فيها

عندما تقوم احدى شركات المساهمة بطرح أسهم جديدة لزيادة رأس المال فانها تقرر حق الأولوية فى الاكتتاب للمساهمين القدامى، فيكون ذلك بمثابة امتياز لهم Privilege يتمتعون به دون غيرهم من المستثمرين المحتملين، فتعرض عليهم تغطية الزيادة فى رأس المال بأسعار مقبولة، تقل غالباً وبدرجة محسوسة عن أسعار السوق الجارية The current market value وبحيث يصبح بوسع كل من قدامى المساهمين الحصول على عدد من الأسهم يتقرر فى ضوء عدد الحقوق Rights التى تحددها ادارة الشركة لكل سهم قديم، ونسبة عدد الأسهم التى يمتلكها كل مساهم قديم، وذلك فيما أصطلح عليه باللاتينية Pro rata basis ، مثال ذلك أن تقرر الشركة حق الاكتتاب فى سهم جديد لكل عشرة أسهم فى حيازة المساهمين أى بمعدل ١ ,٠ سهم جديد لكل سهم قديم.

والمساهم فى بعض البلاد كالولايات المتحدة له حق الخيار فى شراء الأسهم الجديدة متى كان راغباً فى الحفاظ على النسبة التى يمتلكها فى المنشأة، أو أن يبيع حقه فى شراء هذه الأسهم للغير إذا لم يكن راغبا فى شرائها أو لايستطيع دفع ثمنها(١) .

---

(1) If the shareholder does not elect to particpiate in the rights offering he may sell his privilege in the marketplace, (Fredrick amling op. cit. p. 169).
وأيضا The privilege may be exercised by the stockholder himself or may be sold to some one else (Robert Wessel- op. cit. p. 245).

والجدير بالذكر أن بعض القوانين تجعل الأولوية على سبيل الوجوب ومن ذلك القانون الفرنسى الصادر فى اغسطس ١٩٣٥ والذي يقرر وجوب عرض الأسهم الجديدة على قدامى المساهمين ويكون لكل منهم الحق فى الاكتتاب بنسبة أسهمه الأصلية ولايمكن حرمانه من هذا الحق ولاتخفيض النسبة المقررة له، ومتى اكتتب بعض المساهمين القدامي فى الأسهم الجديدة ورفض البعض الآخر، لزم اعادة عرض الاكتتاب فيما لما يتم الاكتتاب فيه علي المساهمين القدامى الذين قدموا طلبات الاكتتاب واظهروا رغبتهم فى الاكتتاب فى الأسهم المرفوضة فضلا عن النسبة المقررة لهم. وتوزع الأسهم عندئذ عليهم بنسبة طلباتهم، ويعرض للاكتتاب العام بعد ذلك ما لم يتم الاكتتاب فيه[1] .

وهناك أكثر من سبب يدعو إلى إعمال النظرية القانونية التى ترعى حقوق الأولوية أو الافضلية The legal theory of pre- emptive. ولعل أهم هذه الأسباب يمكن اجمالها فى الآتى :

ان اصدار أسهم جديدة وطرحها للاكتتاب العام مؤداه مشاركة المساهمين الجدد فى الاحتياطيات أو التراكمات الرأسمالية التى كونتها الشركة طوال حياتها، وهى تتمثل بصفة أساسية فى الأرباح المحتجزة والتى لم يتم توزيعها على المساهمين خلال السنوات السابقة وهى مع ذلك حق خالص لهم وحدهم دون غيرهم باعتبارهم أصحاب المشروع، ويترتب على المسلك المتقدم انخفاض القيمة الدفترية للأسهم والتى تتمثل فى حقوق المساهمين «رأس المال والاحتياطيات» مقسومة علي عدد الأسهم المصدرة.

ولذلك فان استخدام حقوق الأولوية أوالتفضيل يترتب عليه رفع الضرر عن قدامى المساهمين، إذ تكون لهم الأولوية أو الأفضلية فى شراء الاصدارات الجديدة وبالتالى تعويضهم عن إنخفاض القيمة الدفترية، فاذا لم يكن المساهم راغبا فى

---

(١) د. يعقوب يوسف صرخوه- الأسهم وتداولها فى الشركات المساهمة فى القانون الكويتى دراسة مقارنة فى القوانين العربية والفرنسية والانجليزية ص١٧٦

المشاركة فى زيادة رأس المال، فان بوسعه ان يبيع حقوقه لآخرين ويتم تعويضه بالتالى عن انخفاض القيمة الدفترية.

ولحقوق الأولوية مزية أخرى خاصة فى الدول التى تسمح بتعدد أصوات المساهمين وفقا لعدد الأسهم التى يمتلكها كل منهم، وفضلا عن ذلك فان هناك سببًا آخر لايغفله الكتاب المتخصصون فى التمويل والاستثمار، ألا وهو أن استخدام حقوق الأولوية من شأنه تدعيم العلاقة بين ادارة الشركة ومساهميها، وينمى لديهم الشعور بالانتماء والولاء.

خطوات تمويل الحقوق The mechanics of rights financing

١- تحديد سعر السهم من الاصدار الجديد من جانب مجلس ادارة المنشأة.

٢- تحديد عدد الحقوق Rights وهى نسبة الاسهم من الاصدار الجديد والتى يتم تخصيصها لكل سهم قديم.

٣- تحديد الفترة التى تمارس فيها هذه الحقوق.

أما عن كيفة تحديد عدد الحقوق المطلوبة لشراء سهم جديد فانه يمكن التوصل إليها باتباع الخطوات التالية :

$$\text{١- عدد الأسهم الجديدة} = \frac{\text{مقدار الزياة فى رأس المال}}{\text{سعر الاصدار الجديد}}$$

$$\text{٢- عدد الحقوق} = \frac{\text{عدد الأسهم القديمة}}{\text{عدد الاسهم الجديدة}}$$

على أنه ينبغى على المستثمر أن يحفظ عن ظهر قلب ثلاثة أمور لها تأثير مباشر علي قيمة الحق:

١- تاريخ الاعلان.

٢- تاريخ التسجيل.

٣- تاريخ إنتهاء السريان أو إنقضاء الآجل.

وتفصيل ذلك انه فى تاريخ الاعلان يحدد مجلس الادارة عدد الحقوق المخصصة لكل سهم، وسعر السهم وكذلك تاريخ التسجيل.

أما تاريخ التسجيل فهو الذي تسجل فيه اسماء المساهمين، منذ تاريخ الاعلان وحتى تاريخ التسجيل حيث تباع الأسهم بسعرها فى السوق مضافا إليه قيمة الحقوق، وبعد إنتهاء تاريخ التسجيل تباع الأسهم بدون حقوق.

وأما تاريخ إنقضاء الأجل The expiration فهو التاريخ الذى لاتصبح فيه لتلك الحقوق قيمة، ذلك أن الفترة مابين تاريخ التسجيل وهذا التاريخ تتراوح غالبا مابين أسبوعين إلى شهر، بإعتبار هذه الفترة كافية لكى يستخدم المساهمون حقوقهم بيعا أو ممارسة.

وإذا كنا قد إنتهينا إلى أن بعض المساهمين قد يعرضون عن شراء الأسهم الجديدة المعروضة عليهم، وأن بوسعهم فى هذه الحالة أن يبيعوا الحقوق فى السوق المفتوحة، فقد يكون من المفيد أن نعرض للكيفية التى يتم بها تحديد هذه الحقوق[1] .

كيفية تحديد ثمن الحقوق :

لو افترضنا أن مساهما له الحق في الاكتتاب فى سهم جديد لكل خمسة أسهم فى حيازته، وبسعر ٣٥ دولار للسهم، وأن تاريخ الاعلان هو أول مايو، وأن تاريخ التسجيل كان ٣٠ مايو، وأن تاريخ انقضاء الأجل ١٥يونيو، وأن سعر السهم في تاريخ الاعلان كان ٣١ دولار وان عدد الأسهم التى كانت فى حيازته ٢٥ سهماً، فما هى قيمة الحق؟

(1) Robert wessel op. cit. p. 245.

$$\text{قيمة الحـــق} = \frac{\text{سعر السهم فى السوق - سعر الاكتتاب}}{\text{١ + عدد الحقـــوق}}$$

$$= \frac{\text{٣١ - ٢٥}}{\text{٦}} = \text{١ دولار}$$

ولكن ماذا لو قرر المستثمر بيع حقه بعد تاريخ التسجيل، فتصبح المعادلة على الوجه التالى:

$$= \frac{\text{٣١ - ٢٥}}{\text{٥}} = \text{١} \tfrac{\text{١}}{\text{٦}} \text{ دولار}$$ [(١)] .

هذا مع ملاحظة أن سعر السهم فى السوق بعد تاريخ الاعلان يصعد لكى يشمل قيمة الحق في اليوم الذى يتم الاعلان فيه عن الاكتتاب المميز.

دور السوق الثانوية في تمويل التنمية الاقتصادية :

سبق لنا التنويه فى موضع سابق إلى أنه لما كانت حقوق أصحاب المشروع فى شركات المساهمة يتعذر تصفيتها لحساب أحد المستثمرين، ظهرت الحاجة إلى هذه الأسواق حيث تباع فيها الحقوق وتشترى دون مساس بأصل الثروة المتمثلة في اصول المشروع.

ولذلك فان ثمة اجماع بين علماء الاستثمار والتمويل أن الوظيفة الاساسية لبورصة الأوراق المالية تخلص في قيامها بتسييل Liquidating الأصول المالية المتمثلة فى الأسهم والسندات .

ونظراً لقيام السوق بتلك الخدمة فان المستثمرين يصبحون أكثر استعداداً لشراء الأسهم التى تطرح للاكتتاب العام لأول مرة، أو لشركات قائمة بغرض زيادة رؤوس أموالها، طالما أن المستثمرين تغمرهم الثقة أن بوسعهم تسييل مالديهم من

---

(1) IBID 245.

أوراق مالية بسرعة وسهولة، وبأدنى تكلفة ممكنة، وأعلى سعر ممكن، وذلك فى حالة توفر عنصر الكفاءة فى أداء السوق من حيث الكفاءة التبادلية، والهيكلية، والتشغيلية.

ولالقاء مزيد من الضوء على دور السوق الثانوية فى تمويل التنمية الاقتصادية فحسبنا الاشارة إلى أن عجز المساهمين عن تسييل الأسهم التى فى حوزتهم مؤداه استحالة قيام شركات مساهمة جديدة، فليس هناك من يقبل شراء أسهم يتعذر اعادة بيعها، ولذلك فان غياب البورصة عن واقعنا المعاصر يعنى وأد أية محاولة من جانب شركات المساهمة لزيادة رؤوس أموالها، فضلا عن تعذر قيام شركات مساهمة جديدة.

ومفاد ماتقدم أنه إذا كانت البورصة نفسها لاتقوم بتمويل التنمية إلا أن غيابها عن ساحة النشاط الاقتصادى- وخاصة فى زماننا المعاصر- يعنى إصابة الجهاز الانتاجى بالشلل، وتراجع المستثمرين عن الاستثمار، والتوقف عن انشاء المشروعات وتوقف عمليات الانماء الاقتصادى، الأمر الذى نستطيع أن نؤكد معه أنه لاوجود لشركات المساهمة فى غيبة أسواق الأوراق المالية، كما أنه لاقيمة لهذه الأسواق فى غيبة شركات المساهمة ، فكل منهما لازمة من لوازم بقاء الأخرى، وسببا لوجودها.

وهناك رأى أن التداول الذى يتم فى آية بورصة وان كان لايؤدى إلي خلق تكوينات رأسمالية جديدة، إلا أن قيام أحد المدخرين بشراء عدد من الأسهم، مفاده ايجاد سيولة موازية تصبح متاحة للاستثمار فى مواضع اخرى من الاقتصاد، وبغض النظر عن الكيفية التى سيستعمل فيها البائع السيولة الجديدة فانها ستؤدى إلي تخفيض تكلفة الفرصة البديلة (OPPORTUNITY COST) فى حالة استعمالها لتمويل استثمار جديد، وستؤدى إلى زيادة المنفعة (UTILITY) فى حال استعمالها لتمويل إنفاق استهلاكى.

وتفسير ذلك أنه فى حالة استعمال السيولة الجديدة لتمويل استثمار اخر فان البائع ماكان ليقدم على البيع لو كان استثماره فى تلك الأسهم أفضل من الفرص البديلة المتاحة.

أما فى حالة استعمال السيولة الجديدة لتمويل إنفاق استهلاكى فان ذلك يعنى ببساطة أن بائع السهم قد توصل إلي قناعة بان منفعته من استهلاك ثمن الأسهم أكثر من منفعته من الصبر عليها، والاكتفاء باستهلاك عائدها السنوى، وفى المنظور الوطنى فان هذا الوضع لايختلف عن اقدام احد المدخرين على استعمال مدخراته لتمويل استهلاكه بدلا من شراء أسهم، وهذا قرار مشروع مألوف.

وعلى ذلك يمكن القول بأن البورصة قد تتجاوز كونها قنالا[١] لتسييل الاستثمارات المالية وقت الحاجة لتصل إلى حد كونها اداة لتقليل كلفة الفرصة على صعيد الاقتصاد الكلي وتعظيم المنفعة على صعيد الاقتصاد الجزئى[٢] .

وقد يكون من المناسب هنا أن نختم هذا المبحث بالدور الذى لعبته سوق الأوراق المالية فى تمويل التنمية الاقتصادية في دولتين ناميتين تصدي لهما بالدراسة الكاتب الاقتصادى Antonin Basch فى مؤلفه القيم عن تمويل التنمية الاقتصادية Financing economic development .

أولا : بورصة المكسيك : Mexico stock exchange

المكسيك إحدى دول امريكا اللاتينية التى تعانى من معدل تضخم مرتفع، وقد حققت تقدماً ملحوظا فى تدفق المدخرات وتنمية سوق رأس المال، فقد تدفقت فى السنوات الأخيرة كميات ضخمة من رؤوس الأموال للاستثمار في الأوراق المالية، إلا أن إحدى السمات الرئيسية لسوق المال المكسيكية هى عملية تفضيل المستثمر المكسيكى للأوراق المالية ذات العائد الثابت المرتفع نسبيا ولاشك أن العوائد

---

(١) وصحة اللفظ قناة .

(٢) د. عبدالله عبدالحميد المالكى - مقال بمجلة البورصات العربية ازار ١٩٨٧.

المرتفعة تعكس جزئيا نقص رؤوس الأموال إلا أنها تعوض على الجانب الآخر- من غير شك- الزيادة التى حدثت فى الأسعار.

أما عن تملك أسهم شركات المساهمة فليست من الأمور المستحبة فى المكسيك ويرجع ذلك إلى أن الشركات القائدة مغلقة تقريبا[1] .

والسوق المكسيكية محدودة، وليس من السهل قيام أحد المساهمين بتسييل أسهمه، لأنه غالبا لايجد مشتريا لها، وبسبب تفضيل الشركات الحصول على الأموال من خلال القروض وليس عن طريق سوق رأس المال، ولتفضيل الأفراد فى ذات الوقت للأوراق المالية ذات العوائد الثابتة المرتفعة نسبيا، خاصة وأن عوائد هذه الشركات منخفضة بصفة عامة مقارنة بالعوائد الأخرى بسبب انتهاج الشركات المكسيكية الهامة لسياسة التمويل الذاتى بإعادة استثمار جزء كبير من أرباحها.

والسوق أيضا تتسم بعدم الكفاءة بسبب نقص المعلومات التى تتعلق بالميزانيات، وعدم تلقى المساهمات لمعلومات كافية عن القيمة الحقيقية للأسهم Intrinsic value فان هذه السوق تعد معوقة[2] .

وقد بلغ حجم التعامل فى البورصة عام ١٩٦٠، ٥,٣ بليون (Peso) يساهم فيها قطاع الاسهم بنسبة ٣٪ فقط.

ولذلك فلاغرابة أن اتخذت عدة خطوات من خلال البنوك القائدة وبيوت الاستثمار لتوسيع السوق من خلال اصدار اسهم الشركات الجديدة، وباغراء الشركات القائدة علي طرح المزيد من الأسهم فى السوق.

ومع أن الدراسة السابقة قد مضى عليها مايقرب من ربع قرن إلا أنه من

---

(1)Leading companies are for the most part closely held, the market is limited, shares cannot always be readily sold, (Basch- p. 206).

(2) The stock market is also handicapped by lack of detalied information concerning the balance sheet of the corporations, Stock holders do not receive enough information about the intrinsic value of the shares and the gap is not filled by financial press. Bash op. cit. p. 206.

الواضح أن بورصة المكسيك- شأنها شأن سائر معظم البورصات فى الدول النامية- تفتقد مقومات السوق الكفء، وكافة معايير الأداء الجيد. ولا تؤدى بالتالى دوراً هاماً فى عملية التنمية الإقتصادية.

سوق الأوراق المالية فى كولومبيا

كولومبيا احدى دول امريكا اللاتينية التى تحتفظ بدرجة مناسبة من الاستقرار النسبى، ومن المعروف ان كولومبيا تعتمد بدرجة كبيرة على تصديرها لسلعة واحدة وهى البن والذى مازال يمثل ٧٠٪ من اجمالى صادراتها.

وقد بلغ معدل الاستثمار في المتوسط خلال الفترة (٥٠- ١٩٥٩) حوالى ١٨٪ من الناتج القومى الاجمالى G.N.P .

لقد تجمع لدى مؤسسات الادخار تراكمات محدودة من المدخرات ويتجه الأفراد بصفة عامة إلى استثمار جزء كبير من أموالهم فى أوراق الشركات- خلافا لماهو عليه الحال فى المكسيك- وقد أصبح الاستثمار في هذه الشركات شعبيا ومستحبا بين الطبقة المتوسطة نتيجة الأداء الجيد من جانب المشروعات القائدة، وكذلك الأداء الطيب من جانب البورصات وخاصة فيما يتعلق بالرقابة على الشركات.

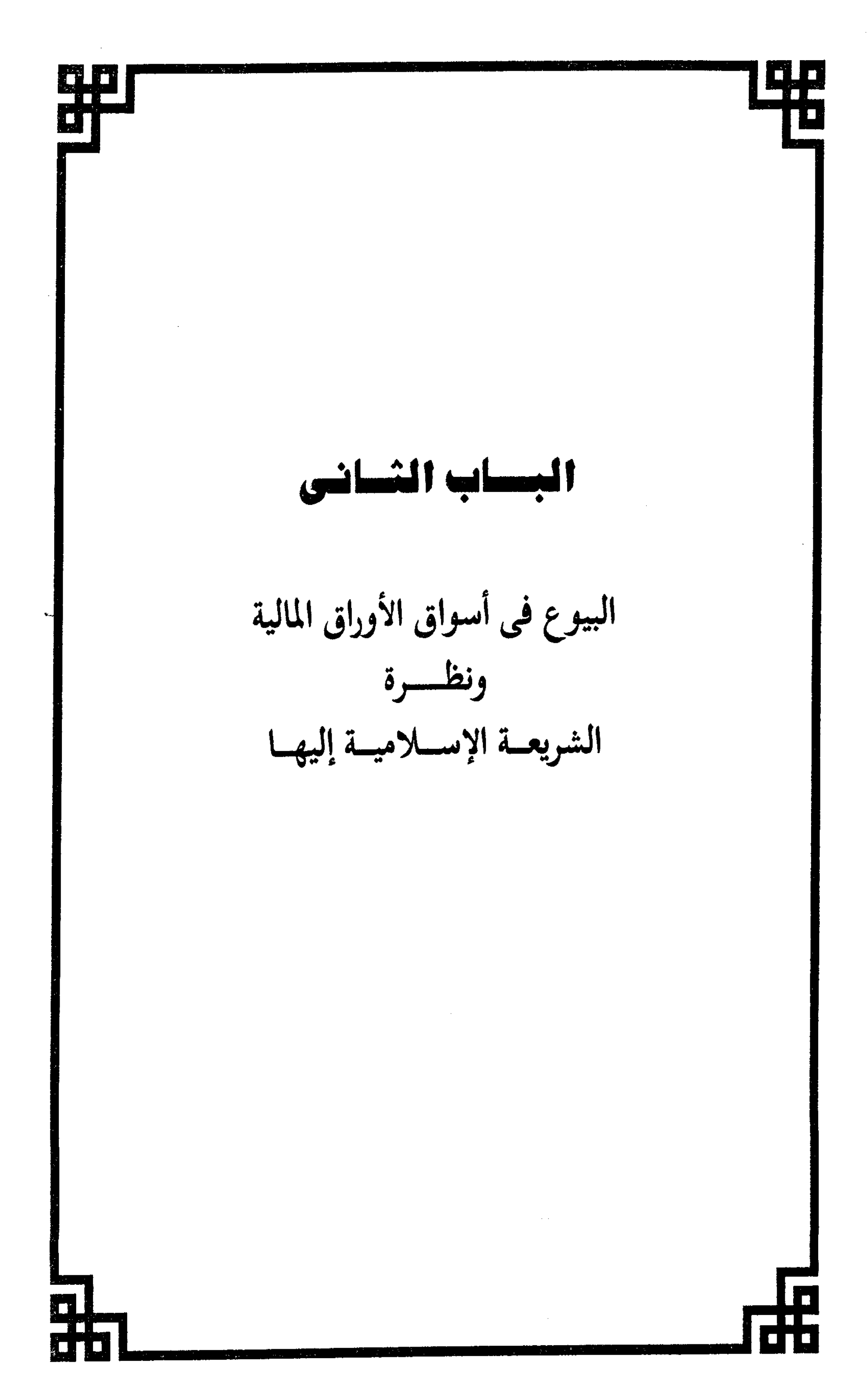
This investment has become popular among the middle class as a result of the good performance by the leading enterprises,the well- working stock exchanges, and particularly, the superintendency of joint- stock companies.

ومن الملاحظ ان أنشطة الشركات قد أدت إلى زيادة الثقة في الأسهم المقيدة فى البورصات، كما أن القوانين واللوائح تفرض على الشركات اعداد ميزانيات تفصيلية مرة كل عام على الأقل، وتشطب اسهم الشركات المقيدة فى البورصة حال مخالفتها للقوانين واللوائح.

وقد نمت الشركات المساهمة خلال الفترة من ٥٢- ١٩٥٩ وبلغ عدد المساهمين فى أحد الشركات ٦٠ الف مساهم(١) .

(1) Basch op. cit. p. 225 .





البــاب الثــانى

البيوع فى أسواق الأوراق المالية
ونظـــرة
الشريعــة الإســلاميــة إليهــا

الفصل الأول

الشركات فى الفقه الإسلامى وموقف الشريعة الإسلامية من شركة المساهمة

ويتكون هذا الفصل من ثلاثة مباحث

المبحث الأول : الشركات فى الفقه الاسلامى

المبحث الثانى : شركة المساهمة وموقف الفقهاء المعاصرين منها

المبحث الثالث : مناقشة حجج المبيحين والمحرمين لشركة المساهمة

تمهيد

سبق لنا التنويه فى موضع متقدم إلى أن من أهم وجوه الاختلاف بين أسواق الأوراق المالية وغيرها من الأسواق أنه بينما يجرى التعامل فى الأسواق السلعية على ذات الثروة فان التعامل فى أسواق الأوراق المالية يتم فى حقوق على الثروة وليس على الثروة ذاتها.

ولما كانت حقوق أصحاب المشروع تتمثل فى أصول يتعذر تسييلها لحساب أحد المستثمرين، ظهرت الحاجة الى أسواق الأوراق المالية حيث تباع الحقوق وتشترى دون مساس بأصل الثروة المتمثلة فى أصول المشروع.

وتتمثل هذه الحقوق فى الصكوك التى تصدرها شركات المساهمة وهى الأسهم والسندات وحصص التأسيس والتى اتفقت الأعراف فى مختلف البلدان على تسميتها بالأوراق المالية.

ومع هذا فإن التعامل فى هذه الأسواق لا يقتصر على الصكوك التى تصدرها هذه الشركات، فالحكومات والهيئات شبه الحكومية تقوم أيضا باصدار صكوك السندات.

ولما كان هذا الباب قد تم تخصيصه لمعالجة مسألة البيوع فى أسواق الأوراق المالية وموقف الشريعة الاسلامية منها. ونظراً لأن الأوراق المالية التى تصدرها شركات المساهمة خاصة هى محل تلك البيوع، حيث يجرى تداولها في الأسواق بيعاً وشراء، لذلك فان الأمر سيقتضى منا أن نعرض فى فصل تمهيدى لمفهوم الشركة فى الفقه الإسلامى فى إيجاز شديد، نعرج من خلاله الى شركة المساهمة التى تقوم باصدار هذه الصكوك لنعرضها على الفقه الإسلامى للوقوف علي مدى شرعيتها.

والتصدى لموقف الشريعة الإسلامية من شركة المساهمة أمر لا محيص عنه، إذ من غير المتصور التحدث عن مدى شرعية الصكوك التي تصدرها هذه الشركات، دون عرض الشركة المصدرة لهذه الصكوك على الفقه الإسلامى لمعرفة الحكم الشرعى فيها.

المبحث الأول
الشركات فى الفقه الإسلامى

تعريف الشركة:

أولاً : الشركة فى اللغة

الشركة بفتح الشين مع كسر الراء أو بكسر الشين وسكون الراء، وهى لغة مخالطة الشريكين. فيقال اشترك الرجلان وتشاركا وشارك أحدهما الآخر وشاركت فلاناً. واشتركنا. وتشاركنا فى كذا. ويقال للرجل شريك. والمرأة شريكة. والنساء شرائك[1].

ثانياً : واصطلاحاً

عرفها الاحناف بأنها «عقد المشاركين فى الأصل والربح»[2].

وعرفها ابن قدامة الحنبلى بأنها «الاجتماع فى استحقاق أو تصرف» [3].

وعرفها صاحب كفاية الأخيار الشافعى بأنها «ثبوت الحق فى الشىء الواحد لشخصين فصاعداً على جهة الشيوع» [4].

وعرفها صاحب الشرح الصغير المالكى بأنها «عقد مالكى» مالين، فأكثر، على التجْر فيهما معاً. أو عقد على عمل بينهما، بما يدل عرفاً، ولزمت به»[5].

وعرفها صاحب المعاملات الشرعية المالية بأنها «خلط النصيبين فصاعداً بحيث لا يتميز أحدهما عن الآخر وتطلق على نفس العقد» [6].

---

(١) لسان العرب لابن منظور – مادة شرك.

(٢) مجمع الأنهر – شرح ملتقى الأبحر نقلا عن عبد العزيز الخياط، عبد الفتاح أبو العينين.

(٣) المغنى لابن قدامة الحنبلى ج ٥ ص ٣ – ط مكتبة جمهورية مصر.

(٤) كفاية الاخيار فى حل غاية الاختصار للإمام أبى بكر الحسينى الدمشقى الشافعى ج ١.

(٥) الشرح الصغير على أقرب المسالك إلى مذهب الامام مالك للشيخ الدردير ج ٥ ص ٣ – ط مكتبة جمهورية مصر.

(٦) المرحوم أحمد إبراهيم بك – المعاملات الشرعية المالية – ١٩٣٦ – المطبعة الفنية بالقاهرة.

وعرفها من المتأخرين أيضاً صاحب كتاب الشركات فى الفقة الاسلامى بأنها «عقد بين إثنين أو أكثر فى عمل تجارى بقصد الربح يسهمان فيه بالمال والجهد معاً أو بالعمل فقط دون المال، أو أن يكون المال من احدهما والعمل من الآخر، على أن يكون الربح والخسران بينهما حسب ما يقتضيه العقد او حسب ما يتفقون عليه»(١).

ودليل مشروعيتها الكتاب والسنة والاجماع.

أما الكتاب فلقوله تعالى ﴿ **فهم شركاء في الثلث**﴾(٢)، وقوله تعالى ﴿ **وإن كثيراً من الخلطاء ليبغي بعضهم علي بعض**﴾(٣) والخلطاء هم الشركاء، وقوله تعالى ﴿**ضرب الله مثلاً رجلاً فيه شركاء متشاكسون ورجلاً سلماً لرجل * هل يستويان مثلا * الحمد لله بل أكثرهم لا يعلمون**﴾(٤)

واما السنة الشريفة فقد جاءت قولاً وتقريراً بما يفيد جواز الشركة، ومن الأحاديث الدالة على ذلك مارواه أبو داود بسند صحيح عن أبى هريرة رضى الله عنه عن النبى ﷺ قال، قال الله تعالى ﴿ **أنا ثالث الشريكين مالم يخن أحدهما صاحبه، فإذا خانه خرجت من بينهما**﴾(٥)، والمراد بذلك أن الله جل جلاله يضع البركة للشريكين فى مالهما مالم يخن أحدهما صاحبه، أما قوله تعالى خرجت من بينهما اى نزعت البركة من مالهما.

وما راوه أبو داود وابن ماجه والنسائى والحاكم وصححه عن السائب أنه قال للنبى ﷺ يوم الفتح، كنت شريكى فى الجاهلية، فكنت خير شريك لا تدارينى ولا تمارينى(٦).

---

(١) الشيخ عبد الفتاح محمد أبو العينين – الشركات فى الفقه الاسلامى – دار النهضة العربية.

(٢) سورة النساء الآية ١٢

(٣) سورة ص الآية ٢٤

(٤) سورة الزمر الآية ٢٩

(٥) بلوغ المرام من أدلة الأحكام – ابن جعفر العسقلانى – الحديث فى باب الشركة والوكالة.

(٦) نيل الأوطار للشوكانى ج٥ مكتبة الدعوة الاسلامية شباب الأزهر ص٢٦٤، وقوله فى الحديث (لاتدارينى ولا تمارينى) أى لا تمانعنى ولا تحاورنى. وأنظر أيضا بلوغ المرام لابن حجر، الحديث فى باب الشركة والوكالة بلفظ «مرحبا» بأخى وشريكى» ولم يزد، وقال وقال رواه أحمد وأبو داود وابن ماجه.

وأيضاً مارواه الإمام أحمد والبخارى عن أبى المنهال أن زيد بن أرقم والبراء بن عازب كانا شريكين فاشتريا فضة بنقد ونسيئة فبلغ النبى ﷺ فأمرهم أن ماكان بنقد فاجيزوه وما كان بنسيئة فردوه» وفى لفظ البخاري ما كان يداً بيد فخذوه وما كان نسيئة فردوه».(1)

وما ورد في الأثر عن حكيم بن حزام صاحب رسول الله ﷺ أنه كان يشترط على الرجل إذا أعطاه مالاً مقارضة يضرب له به «أن لا تجعل مالي فى كبد رطبة ،ولا تحمله فى بحر ولا تنزل به بطن مسيل، فان فعلت شيئاً من ذلك فقد ضمنت مالى «رواه الدار قطنى وأخرجه البيهقى أيضا.(2)

أما الاجماع فقد حكاه جمهرة العلماء إذ كان الناس يتعاملون بالشركة من لدن رسول الله ﷺ الى يومنا هذا من غير نكير.(3)

قال صاحب فتح القدير ولا شك أن مشروعيتها أظهر ثبوتاً اذ التواتر والتعامل بها من لدن رسول الله ﷺ وهلم جراً متصل لا يحتاج فيه لاثبات.(4)

التعريف القانونى للشركة

تناولت القوانين الوضعية تعريف الشركة، وكان أهم هذه التعريفات ما ورد فى القانون المدني المصرى والذي إهتدت به القوانين السورية والعراقية فجاءت مطابقة له من كل وجه.

تنص المادة ٥٠٥ من القانون المدنى المصرى علي أن «الشركة عقد بمقتضاه يلتزم شخصان أو اكثر بأن يساهم كل منهم فى مشروع مالى بتقديم حصة من مال أو عمل لإقتسام ماقد ينشأ عن هذا المشروع من ربح او خسارة.

---

(1) البخارى بشرح السندى- كتاب المظالم - باب الاشتراك فى الذهب والفضة وما يكون فيه الصرف، وكذا نيل لأوطار للشوكانى - كتاب الشركة والمضاربة ج٥ ص٢٦٥ - مكتبة الدعوة - قال رواه الدارقطنى ورجاله ثقات.

(2) نيل الأوطار - المرجع السابق - ص٢٦٦ - وبلوغ المرام فى باب القراض الحديث ٨٥٢.

(3) المبسوط للسرخسى نقلا عن د. المرزقي - مرجع سابق.

(4) فتح القدير لكمال الدين الهمام - نقلاً عن د. المرزوقى - المرجع السابق.

أقسام الشركة

والشركة فى الفقة الاسلامى ضربين: شركة أملاك وشركة عقود

وقد عرف الأحناف شركة الأملاك بأن يمتلك شخصان فأكثر عيناً من غير عقد، وتنقسم شركة الأملاك «الملك» الى قسمين:

شركة جبر وشركة اختيار

أما شركة الجبر فهى: أن يجتمع شخصان فاكثر فى ملك عين قهراً كما لو ورثا مالاً او اختلط مال أحدهما بمال الآخر قهراً بحيث لا يمكن تمييزها مطلقاً كاختلاط قمح بقمح، أو يمكن بمشقة وصعوبة كاختلاط شعير بقمح أو أرز بشعير.

وأما شركة الاختيار فهى: أن يجتمعا فى ملك عين باختيارهما كما اذا خلط مالهما بالاختيار أو أوصى لهما أحد بمال فقبلاه فان ذلك كله شركة ملك باختيار الشريكين، وركن شركة الملك اجتماع النصيبين فمتى اجتمع نصيب شخص مع نصيب آخر تحققت شركة الملك.(١)

أما شركة العقود، فتختلف انواعها من مذهب لآخر، وقد أجملها ابن رشد فى أربعة أنواع: شركة العنان، وشركة الأبدان، وشركة المفاوضة، وشركة الوجوه، وواحدة فقط من هذه الأنواع متفق عليها، وهى شركة العنان، وان كانوا قد اختلفوا فى بعض شروطها، والثلاثة مختلف فيها ومختلف فى بعض شروطها عند من اتفق منهم عليها.(٢)

ونعرض لمفهوم كل من هذه الشركات دون أن نقحم أنفسنا فى تفاصيلها فان ذلك يخرج عن نطاق البحث

١- **شركة العنان** : هى اشتراك اثنين أو أكثر بمال لهما على أن يتجرا فيه والربح بينهما، على أن يتفقا ألا يتصرف أحدهما الا باذن صاحبه وذلك ان كل

---

(١) الفقه على المذهب الأربعة - ج٣ للشيخ عبد الرحمن الجزيرى - دار الارشاد للتاليف والطبع - ص٦٣.

(٢) بداية المجتهد ونهاية المقتصد - ابن رشد الحفيد ج٢ ص٢٢٢ - دار الكتب الحديثة.

واحد منهما أخذ بعنان صاحبه.

ويرجع البعض سبب التسمية بالعنان الى أنها مأخوذة من عنان الدابة «الحبل الموجود بالعنق» ذلك أن كلاً من الشركاء شرط على الآخرين الا يفعلوا شيئاً في الشركة إلا باذنه ومعرفته، وكأن كلاً منهم أخذ بعنان صاحبه - أى بناصيته - ألا يفعل شيئاً الا باذنه وذلك مثل العنان يمنع الدابة(١).، ويقول صاحب كفاية الأخيار عنها أن الاجماع منعقد على صحتها وأنها مأخوذة من عنان الدابة لاستواء الشريكين فى ولاية الفسخ والتصرف واستحقاق الربح على قدر المال كاستواء طرفى العنان(٢)

وقد عرف الحنابلة شركة العنان بأن يشترك اثنان فاكثر بمالين على أن يعملا معاً في تنميتهما والربح بينهما على ما اشترطا عليه، أو يشترك إثنان فاكثر بماليهما علي أن يعمل أحدهما فقط بشرط أن يكون للعامل جزء من الربح اكثر من ربح ماله ليكون الجزء نظير عمله، فان شرط له ربحاً قدر ماله فقط فهو ايضاع لا يصح لأنه عمل في مال الغير بدون أجر(٣).

٢- **شركة الأبدان** : وتسمى أيضاً بشركة الصناع او شركة الأعمال وقد عرفها صاحب شرح الأزهار بقوله «وهى أن يوكل كل من الصانعين الآخر أن يتقبل ويعمل عنه فى قدر معلوم مما استؤجر عليه(٤)..

وعرفها صاحب المغنى «ان يشترك اثنان او أكثر فيما يكتسوبه بأيديهم كالصناع يشتركون على أن يعملوا فى صناعتهم، فما رزق الله تعالي فهو بينهم، وقد استدل صاحب المغنى على جوازها بما رواه أبو داود والأثرم باسنادهما عن أبى عبيدة بن عبد الله عن عبد الله قال «اشتركنا انا وسعد وعمار يوم بدر فلم

---

(١) مركز الاقتصاد الاسلامى للمصرف الاسلامى الدولى بحث عن التمويل بالمشاركة.
(٢) كفاية الأخيار - مرجع سابق - ص٢٨١.
(٣) الجزيرى - الفقه على المذاهب الأربعة - مرجع سابق ج٣ ص٧٥.
(٤) نقلا عن الشيخ عبد الفتاح أبو العينين - الشركات فى الفقه الاسلامى ص٣٠.

أجئ أنا وعمار بشيء وجاء سعد بأسيرين، ومثل هذا لا يخفي علي رسول الله ﷺ وقد اقرهم عليه.(١)

وعرفها الأحناف «وتسمى عندهم بشركة الأعمال» «بأن يتفق صانعان فأكثر كنجارين أو حدادين أو أحداهما نجار والآخر حداد، على أن يشتركا من غير مال علي أن يتقبلا الأعمال ويكون الكسب بينهما وحكم هذه الشركة أن يصير كل واحد منهما وكيلا عن صاحبه فى تقبل الأعمال فهذا جائز سواء كان الوكيل يحسن مباشرة العمل أو لا(٢)

٣- **شركة المفاوضة** : المفاوضة لغة المساواة وقد سمى هذا العقد بها لاشتراط المساواة فيه من جميع الوجوه(٣) فالفوض هو المساواه وقيل هى مشتقة من التفويض لأن كل واحد من الشريكين فوض لصاحبه التصرف في ماله. ولذلك إختلف مفهوم هذه الصورة من العقود عند الأحناف عنه عند المالكية.

ولما كان كل نوع من الأنواع الثلاثة لشركة العقود - عند الأحناف - وهي المال والأبدان والوجوه ينقسم الى قسمين: مفاوضة وعنان لذلك نكتفى بتعريف الأحناف للمفاوضة فى المال.

شركة المفاوضة فى المال: هى تعاقد إثنين فأكثر علي أن يشتركا فى عمل بشرط أن يكونا متساويين فى مالهما وتصرفهما وملتهما ويكون كل واحد منهما كفيلا عن الأخر فيما يجب عليه من شراء وبيع كما أنه وكيل عنه فيما له، فلا يصح أن يكون مال أحد الشريكين مفاوضة أقل من مال صاحبه، فلا يصح أن يملك أحدهما ألف جنيه ويملك الآخر خمسمائة.(٤)

---

(١) المغنى لابن مقدامه - مرجع سابق - والحديث رواه ابن حجر العسقلانى فى بلوغ المرام باب الشركة والوكالة.

(٢) الجزيرى - مرجع سابق ص٦٨.

(٣) شرح الأزهار ٣/٣٥٤ نقلا عن الاستاذ عبد الفتاح ابو العينين.

(٤) الجزيرى - الفقه على المذاهب الأربعة ص٦٧ مرجع سابق.

وقد ذكر الامام الشافعي في الأم أنه لا يعرف أن شيئا يكون باطلاً ان لم تكن شركة المفاوضة باطلاً الا أن يكونا شريكين يعدان المفاوضة خلط المال والعمل فيه، واقتسام الربح فيه، فهذا لا بأس به، وما رزق احدهما من غير هذا المال الذى اشتركا فيه من تجارة او اجارة أو كنز أو هبة أو غير ذلك فهو له دون صاحبه، وإن زعما أن المفاوضة عندهما بان يكون شريكين فى كل ما أفاء بوجه من الوجوه بسبب المال وغيره فالشركة بينهما فاسدة ولا أعرف القمار إلا فى هذا، أو أقل منه أن يشترك الرجلان بمائتى درهم فيجد احدهما كنزاً فيكون بينهما، أرايت لو تشارطا على هذا من غير ان يتخالطا بمال أكان يجوز، أو رأيت رجلاً ذهب له هبة أو أجر نفسه فى عمل فأفاد مالا من عمل أو هبة ليكون الآخر له شريكاً فيه.[١]

بينما عرفها المالكية «بأن يفوض «من التفويض» كل واحد من الشريكين الى صاحبه التصرف فى ماله فى غيبته وحضوره [٢] وقال ابن رشد، وقال بعضهم بأنها إشتراك إثنين فأكثر فى الاتجار بمالين على أن يكون لكل منهما نصيب في الربح بقدر رأسماله بدون تفاوت، وأن يطلق كل من الشركاء حرية التصرف للآخر فى البيع والشراء والكراء والاكتراء وأن يشترى ويبيع فى غيبته وحضوره سواء إتفقا على ان يتجرا في نوع واحد كالقمح أو الشعير أو فى جميع الأنوا ع.[٣]

ويرى الشيخ عبد الفتاح أبو العينين أن هذه الشركة تعتبر متعذره الوقوع ان لم تكن مستحيلة، وأنها إذا وقعت لا تلبث أن تنهار لأبسط الأمور، بينما يرى الشيخ الخياط أن استبعاد استمرارها «أى الشركات» لا يمنع من شرعيتها وان ما يقل وقوعه لا يمنع وجوده.[٤]

٤- شركة الوجوه : عرفها الأحناف بقولهم «أن يشتركا ولا مال لهما على أن

---

(١) الأم - الامام الشافعى الجزء الثالث طبعة بولاق ص٢٠٦.

(٢) ابن رشد - بداية المجتهد ونهاية المقتصد ج٢ ص٣٢٦ مرجع سابق.

(٣) عبد العزيز الخياط - الشركات فى الشريعة الاسلامية ج٢ ص٣٠ مؤسسة الرسالة - بيروت.

(٤) مجمع الأنهر نقلا عن الشيخ أبو العينين ص٢٦.

يشتركا بوجوههما ويبيعا والربح بينهما.[1]

ويعرفها الأحناف أيضا «بأن يشترك إثنان ليس لهما مال ولكن لهما وجاهة عند الناس توجب الثقة بهما على ان يشتريا تجارة بثمن مؤجل وما يربحانه يكون بينهما»[2].

وعرفها صاحب المغنى بأنها «أن يشترك اثنان فيما يشتريان بجاههما وثقة التجار بهما، من غير أن يكون لهما رأس مال»[3]

بينما عرفها صاحب فقه السنة «أن يشترى اثنان فأكثر دون أن يكون لهم رأس مال اعتمادا علي جاههم وثقة التجار بهم، علي أن تكون الشركة بينهم فى الربح فهى شركة على الذمم من غير صنعة ولامال – وهي جائزة عند الحنفية والحنابلة لأنها عمل من الأعمال فيجوز ان تنعقد عليه الشركة ويصبح تفاوت ملكيتهما فى الشئ المشترى واما الربح فيكون بينهما علي قدر نصيب كل منهما فى الملك. وقد أبطلها الشافعية والمالكية لأن الشركة انما تتعلق بالمال أو العمل وهما هنا غير موجودين.[4]

حكم شركات العقود :

– أجاز الأحناف كل نوع من أنواع الشركات السابقة متى توفر فيها الشروط التى ذكروها.

– بينما أجاز المالكية كل الشركات ماعدا شركة الوجوه.

– أجاز الحنابلة جميع هذه الشركات عدا شركة المفاوضة.

– جميع هذه الشركات باطلة عند الشافعية باستثناء شركة العنان[5]

---

(١) المرجع السابق ص٤٣.

(٢) الجزيرى ج٣ مرجع سابق ص٦٨.

(٣) المغنى – لابن قدامه ج٥ ص١٤.

(٤) الشيخ السيد سابق ، فقه السنة مرجع سابق ج١٣ ص١٩٤ – ١٩٥.

(٥) المرجع السابق ص١٩٢.

ويستفاد مما تقدم أن:

شركة العنان: إنعقد الاجماع علي صحتها

شركة الأبدان: جائزة عند مالك وأبى حنيفة واحمد وباطلة عند الشافعى.

شركة المفاوضة: جائزة عند مالك وأبى حنيفة وباطلة عند الشافعى وأحمد.

شركة الوجوه: جائزة عند أبى حنيفة واحمد وباطلة عند مالك والشافعى.

الشركة الصحيحة عند الفقهاء :

روى أبن المنذر انهم قد اجمعوا على ان الشركة الصحيحة ان يخرج كل واحد من الشريكين مالا مثل صاحبه دنانير او دراهم ثم يخلطان ذلك حتي يصير مالاً واحداً لا يتميز على ان يبيعا ويشتريا مارأيا من التجارات، علي ان ماكان فيه من فضل فلهما، وما كان من نقص فعليهما، فاذا فعلا ذلك صحت الشركة[1].

وأجمعوا على أنه ليس لأحد منهما أن يبيع ويشترى دون صاحبه الا أن يجعل كل واحد منهما لصاحبه أن يتحرى فى ذلك بما يرى، فان فعلا، قام كل واحد منهما مقام صاحبة وانفرد بالبيع والشراء حتى ينهاه صاحبه.[2]

---

(١) الاجماع للامام ابن المنذر – دار الدعوة الطبعة الثالثة ١٤٠٢ هـ ص٩٥.

(٢) الاجماع للامام ابن المنذر ص٩٥ – مرجع سابق – وكذا بداية المجتهد ونهاية المقتصد ج٢ ص٣٢٥ – ٣٢٦.

المبحث الثاني
شركة المساهمة
وموقف الفقهاء المعاصرين منها

أولا: تعريف شركة المساهمة(*):

عرفتها المادة الثانية من قانون شركات المساهمة في مصر رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ بأنها «هي الشركة التي ينقسم رأس مالها إلى أسهم متساوية القيمة وقابلة للتداول، ولا يكون كل شريك فيها مسئولاً عن ديون الشركة إلا بقدر ما يملكه من أسهم، ولا تقترن باسم أحد الشركاء، وإنما يكون لها اسم يشتق من الغرض من انشائها(١).

بينما يمكن تعريفها وفقا لنص المادة ٦٣ من قانون الشركات التجارية الكويتي والمادة ٧٣ من القانون الفرنسي «بأنها الشركة التي تتألف من عدد من الأشخاص يكتتبون فيها بأسهم قابلة للتداول، ولا يكونون مسئولين عن التزامات الشركة إلا بمقدار القيمة الإسمية لما اكتتبوا به من أسهمها(٢).

بينما يعرفها القانون الألماني بأنها الشركة التي تتمتع بالشخصية القانونية وتكون ذمتها هي وحدها ضمان الدائنين لالتزامات الشركة(٣).

وفي نفس المعنى للتعريفين السابقين كان تعريف شركة المساهمة في المادة ٣٠ من قانون الشركات التجارية العراقي والمادة ٨٨ من قانون التجارة السوري والمادة ٧٧ من قانون التجارة اللبناني والمادة ٤٨ من القانون السعودي.

خصائص شركة المساهمة

ويستفاد من تعريف شركة المساهمة «في القانون المصري» أن الخصائص

(*) انظر الملحق رقم ٦ (نماذج لصكوك الأسهم).

(١) د/ مصطفى كمال طه –القانون التجاري ط٨٢– مؤسسة الثقافة الجامعية.

(٢) د/ صرخوة –مرجع سابق– رسالة دكتوراة منشورة ص ٢١.

(٣) د/ أبو زيد رضوان –شركات المساهمة –مرجع سابق ص ٢٤.

الرئيسية لشركة المساهمة التى تميزها عن غيرها من الشركات هى:

١- أن رأس مال شركة المساهمة ينقسم إلى أسهم متساوية القيمة وقابلة للتداول.

٢- أن كل شريك لا يكون مسئولاً عن ديون الشركة إلا بقدر ما يملكه من أسهم، كما أنه لا يكتسب صفة التاجر لمجرد دخوله فى الشركة خلافاً للشركاء المتضامنين فى شركات التضامن والتوصية الذين يعتبرون تجاراً ويسألون عن ديون الشركة فى أموالهم الخاصة «وهو ما يعنى أن لشركة المساهمة ذمة مالية مستقلة عن ذمة الشركاء».

٣- يتفرع عن البند السابق أن افلاس شركة المساهمة لا يترتب عليه افلاس الشركاء فيها.

٤- لا تعنون شركة المساهمة باسم الشركاء ولا باسم أحدهم وذلك لأن شخصية الشريك ليس لها أدنى اعتبار فى تكوينها، ولذلك يطلق عليها البعض الشركات المغفلة لكونها عارية من العنوان، والشركاء فيها مجهولون بل ولا يعرف بعضهم بعضا.

هذا بينما يلزم فى جميع الأحوال أن يتبع اسم الشركة -أينما ورد- عبارة شركة مساهمة لابراز طبيعتها القانونية.

٥ - لشركة المساهمة مجلس إدارة مفوض فى إدارتها يقوم بتصريف جميع شئون الشركة، ويتولى إدارتها، ويخضع هذا المجلس لاشراف الجمعية العامة العادية للمساهمين التى تنعقد مرة على الأقل فى السنة، والتى تناقش المركز المالى للشركة ونتائج الأعمال، وتناقش السلبيات، وتقرير مراقبى الحسابات، وتنتخب أعضاء مجلس الإدارة وتراقب أعماله والنظر فى عزل أعضائه إذا اقتضى الأمر ذلك والمصادقة على الميزانية والحسابات الختامية، والموافقة على الأرباح(١).

---

(١) د/ مصطفى كمال طه -القانون التجارى- ص ١٧ - مرجع سابق.

تأسيس شركة المساهمة ودور المؤسسين :

يتطلب تأسيس شركة المساهمة إجراءات مختلفة يقوم بها أشخاص يسمون بالمؤسسين وتنحصر هذه الإجراءات فى تحرير العقد الابتدائى، ونظام الشركة والاكتتاب فى رأس المال، والوفاء بقيمة الأسهم ودعوة الجمعية التأسيسية لتقييم الحصص العينية والتصديق على نظام الشركة.

وقد عرضنا فى الباب الأول لنشرة الاكتتاب بشىء من الاسهاب من خلال تناولنا للسوق الأولية، وهو ما يغنى عن التصدى لها فى هذا الموضوع.

صفة المؤسس: عرفت المادة ٧ من القانون المصرى رقم ١٥٩ لسنة ٨١ المؤسس بأنه كل من يشترك اشتراكاً فعلياً فى تأسيس الشركة بنية تحمل المسئولية الناشئة عن ذلك.

وابرازاً لشخصية المؤسس نصت المادة السابعة أيضاً من القانون سالف الذكر على أنه «يعتبر مؤسساً على وجه الخصوص كل من وقع العقد الابتدائى، أو طلب الترخيص فى تأسيس الشركة، أو قدم حصة عينية عند تأسيسها، وقد نصت المادة الثامنة من نفس القانون على أنه لا يجوز أن يقل عدد الشركاء المؤسسين فى شركات المساهمة عن ثلاثة.

ولم يحدد هذا القانون حداً أدنى لعدد الأسهم التى يكتتب فيها المؤسس، ومن ثم يجوز أن يكتتب كل منهم بسهم واحد، وان كان الغالب أن يكون المؤسسون من كبار المساهمين[1].

ومن قبيل حماية المستثمرين من الوقوع فى شباك الغدر والاحتيال والغش والخداع من قبل بعض المحتالين، قضت المادة السابقة أيضا بأن يسرى على المؤسس حكم المادة ٨٩ من القانون، المتعلقة بشروط العضوية فى مجلس ادارة شركة المساهمة ومن ثم لا يجوز أن يكون مؤسساً للشركة من حكم عليه بعقوبة

---

(١) مصطفى كمال طه - مرجع سابق ص ٢٢.

جناية أو جنحة عن سرقة أو نصب أو خيانة أمانة أو تزوير أو تفالس أو باحدى العقوبات المنصوص عليها فى المواد ١٦٢، ١٦٣، ١٦٤ من القانون[١].

موقف الفقهاء المعاصرين من شركة المساهمة:

اختلفت مواقف الفقهاء المعاصرين من شركة المساهمة، ففريق أباحها مطلقا وفريق قيد الاباحة بالخلو من الربا الا لضرورة.

وفريق قيد الاباحة بالخلو من الربا وعدم تعامل الشركة فى محرم وفريق حرمها.

ونخلص من ذلك أن الفقهاء على تفاوت بينهم فى الشروط قد ذهبوا فى هذه المسألة مذهبين. أحدهما بالاباحة والآخر بالتحريم.

ونعرض فيما يلى وبشىء من الإسهاب والتفصيل لآراء المجوزين وآراء المحرمين:

اولا: المبيحون:

١- المبيحون مطلقا:

يري الشيخ عبد الوهاب خلاف أن اشتراط الفقهاء لصحة عقد الشركة الا يكون لأحد الشركاء نصيب معين، اشتراط لا دليل عليه من كتاب أو سنة، ويستند الي مقولة منسوبة للامام محمد عبده «ان الربا المخرب للبيوت - لا يدخل في المعاملة التى تبنى على أساس تعامل فرد مع الآخرين بأن يعطى إنسان لآخر أو لآخرين مالا يستغله ويجعل من كسبه حظاً معيناً، لأن هذه المعاملة نافعة للعامل ولصاحب المال معا - والربا ضار بواحد بلا ذنب ونافع لآخر بلا عمل، فلا يمكن ان يكون حكمهما فى عدل الله واحد»[٢]

---

(١) المرجع السابق ص ٢٣.

(٢) مجلة لواء الاسلام - العدد الثانى سنة ١٩٥١ - المجلد الرابع نقلا عن د/ عبد العزيز الخياط - مرجع سابق ج٢ ص١٥٦.

٢- فريق قيد الاباحة بالخلو من الربا إلا لضرورة:

أ - ذهب الشيخ شلتوت عليه رحمة الله الى أن الفقهاء كانت لهم مشارب مختلفة وآراء متعددة، ورأى كثير منهم ان الحرمة فيما يحرمون تتناول المقرض والمقترض، وأضاف أنه يعتقد أن ضرورة المقترض وحاجته مما يرفع عنه اثم ذلك التعامل، واستشهد بقول الله تعالى:

﴿**وقد فصل لكم ما حرم عليكم إلا ما اضطررتم الية**﴾(١) وأضاف أن الحكومة تشتد حاجتها الى مصالح الأمة العامة وإلى ما تعد به العدة لمكافحة الأعداء المغيرين، والتجار تشتد حاجتهم الى ما يستوردون به البضائع التى تحتاجها الأمة، الا أن الشيخ شلتوت رحمه الله راح يؤكد بعد ذلك أن السندات لا يبيحها الاسلام الا حيث دعت اليها الضرورة الواضحة، واشترط ان يكون تقدير الحاجة والمصلحة مما يؤخذ من «اولى الرأى» من المؤمنين القانونيين والاقتصاديين الشرعيين(٢).

ب- اما الدكتور محمد يوسف موسى فلا يرتاب فى جواز المساهمة فى الشركات بملكية عدد أسهمها لتوافر الشروط الشرعية فيها لصحتها، لأن لها حصتها من الربح، وعليها نصيبها من الخسارة، فالربح - كما أشار الشيخ - تارة يستحق بالعمل، وتارة يستحق بالمال، ولا شئ من الربا وشبهته فى هذه العملية، إنما الكلام عنده في السندات التي تصدرها الشركات بفائدة ثابتة.. فان لم يكن هذا ممكناً (أى المساهمة) وكان من الضرورى أن تظل الشركات قائمة باعمالها التى لاغنى للأمة عنها، كان لها شرعاً اصدار سندات بفائدة مضمونة تدفع من الأرباح التى لاشك فى الحصول عليها من المشروع، مادام لا وسيلة غير هذا تضمن

---

(١) الآية ١١٩ من سورة الأنعام.

(٢) الفتاوى للشيخ شلتوت ص٣٥٥ - دار الشروق.

لها البقاء، ومادام وجودها وبقاؤها ضروريا للأمة.(١)

٣- الفريق الثالث: قيد اباحة شركة المساهمة بالخلو من الربا وعدم تعاملها في محرم.

١- فالشيخ على الخفيف عليه رحمة الله يرى اباحة جميع الشركات القانونية مادامت تحمل معنى الشركة، ويرى أنه يمكن ادماجها فى الشركات الفقهية، ولا عبره باختلاف الأحكام مادام ذلك لا يتعارض مع أصل من أصول الدين الكلية، فيقول "ومما تقدم يرى أن جميع أنواع الشركات القانونية يمكن ادماجها فى الشركات الفقهية على الوجه الذى بيناه، عدا ما أشرنا اليه من وجود حالات ينعدم فيها وصف الاشتراك الذى يقوم عليه كيان الشركة كما في بعض حالات المحاصة، أما اختلاف الأحكام فيرجع الى مقتضيات التطور، وما تتطلبه مصلحة الناس وهي أحكام مقبولة شرعاً متى كانت لا تتعارض مع أصل من أصول الدين الكلية، ويقول فى تخريج هذه الشركة أو في تكييفها الشرعى «والعمل فى مالها يكون عادة لغير أرباب الأموال فيها، ولذلك فهى تعد من قبيل القراض فى هذه الحالة(٢).

ب- ومن أنصار هذا الرأى أيضا د عبد العزيز الخياط ود المرزوقى. أما الدكتور عبد العزيز الخياط فقه اتجه اتجاه متميزاً عند ادلائه بدلوه فى مسألة شركات المساهمة، فقد فصل بين هذه الشركة ككيان تنظيمى وقانونى، وبين الأدوات التى تتعامل فيها او تصدرها معتبراً ذلك من قبيل التصرفات. أما من حيث الشركة ككيان قانونى وتنظيمى فقال «تتحقق فى هذه الشركة ما اعتبره

---

(١) الاسلام ومشكلاتنا الحاضرة للدكتور محمد يوسف موسى نقلا عن:

أ- د/ المرزوقى - شركة المساهمة في النظام السعودى .

ب- الاستثمار المصرفى - شركات المساهمة فى التشريع الاسلامي - امين مدنى ص١٣٢/١٣٣.

(٢) الشركات في الفقة الاسلامى للشيخ على الخفيف ص٩٥ نقلا عن د/ الخياط مرجع سابق ج٢ ص١٤٨، د. المرزوقى - رسالة - مرجع سابق ص.٣١٠.

القانون أركاناً واعتبره الشرع أركاناً أو شروطاً أو أجازه، وقال «ان شركة المساهمة تنطبق عليها قواعد شركة العنان من شركات الأموال فى الفقة الاسلامى، وفصل ذلك بقوله «فتقديم الحصة بالأسهم، واشتراك المساهم فى الجمعية العامة للشركة، وممارسة حقه الذى يعطيه له النظام العام، واختلاط الأموال وثبوت الشركة بهذا الاختلاط أو بالشراء أو بالبيع أو بالتصرف بمال الشركة فى حدود أغراضها المشروعة وقيام مجلس الادارة او المدير الشريك بالتصرف فى أمور الشركة بالوكالة عن بقية الشركاء.. كل هذا - والرأى مازال للدكتور الخياط - ينطبق عليه القواعد الشرعية فى شركة العنان وغيرها.

هذا وقد أفصح د/ عبد العزيز الخياط عن اتجاهه فى الفصل بين الشركة ككيان تنظيمى له أركانه وشروطه وبين اسلوب هذه الشركات فى توظيف أموالها والأدوات التى تستخدمها من خلال تجويزه لشركة التأمين باعتبارها شركة مساهمة مشيراً إلى أن هناك فرق بين شركة التأمين والتأمين ذاته، وأنه ينطبق علي شركة التأمين باعتبارها شركة مساهمة ما سبق ان قررناه بشأن شركة المساهمة من جوازها فى مجملها على التفصيل الذى بيناه فى الاسهم والسندات وبقية ما يتعلق بها[1].

هـ- وذهب د/ صالح المرزوقي صاحب رسالة «شركات المساهمة فى النظام السعودى» الى ان شركة المساهمة الخالية من الربا والشروط المحرمة جائزة شرعا، وتنطبق عليها قواعد شركة العنان، وأضاف قائلا «وهى إما شركة عنان بحته، وإما عنان ومضاربة.

وفصل ذلك بقوله: اما أنها شركة عنان، فلا نطابق شركة العنان عليها، فقد

---

(١) د/ عبد العزيز الخياط - مرجع سابق ج٢ ٢٠٦/٢٤٢

والجديد بالذكر أن د/ الخياط لم يجز الاسهم الممتازة ولا الأسهم لحاملها ولا السندات والتى قال عنها ص٢٢٧ من المرجع السابق (اذا عرضنا السندات ذات الفائدة على قواعد الشرع فى الشركات نجدها تحكم بعدم جوازها وببطلانها).

عرفها ابن قدامة بأنها: «أن يشترك إثنان بماليهما، ليعملا فيه ببدنيهما» والصحيح من مذهب الحنابلة جواز ان يعمل فيه احدهما[1] وشركة المساهمة مثلهما. فان اشترطت مساهمة أعضاء مجلس الادارة واخذ اعضاء المجلس مكافاة نسبة من الربح كانت عناناً ومضاربة، لأن مجلس الادارة سيتكفل بالعمل فى مقابل نصيب من الربح، واستدل على ذلك بما جاء فى المغنى: ان اشترك مالان وبدن صاحب احدهما فذلك جائز، وان قلنا أن مجلس الادارة يأخذ أجرة أو مكافاة ولا يكون مساهماً، تكون شركة عنان بحته لأن مجلس الادارة حينئذ يعمل بالوكالة عن جميع الشركاء، والوكالة بالأجر جائزة.

إذ تبين هذا فالدليل الذى شرعت به شركة العنان، وشركة المضاربة، هو الدليل على مشروعية شركة المساهمة» وقد ذكر د. المرزوقى فى موضع اخر ان قوله بجواز شركة المساهمة وانطباقها على شركة العنان، أو العنان والمضاربة لا يعنى جواز كل ما فيها، فالسندات المشتملة على الفوائد الربوية حرام، لا تجوز شرعاً بكل حال، فنفرق فى الحكم بين ما هو داخل فى صلب تكوين الشركة وأساسى فى انعقادها، فلا تنعقد بعدمه او فساده مثل اختلال اركان الشركة او شروط عقدها كنقص الأهلية او عدم مشروعية السبب، لأن ذلك يمنع وجودها شرعاً، وبين ما هو من معاملاتها كالتعامل بالربا او اصدار السندات بالفوائد الربوية، فهذا امر خارج عن هيئة الشركة.

٢- ويقول الشيخ الخالصى عليه رحمة الله» ومن نظر الى القواعد المقررة فى الشرع وهى قوله تعالى (**أوفوا بالعقود**)[2] وقوله تعالى ﴿**إلا أن تكون تجارة عن تراض منكم**﴾[3] وقوله ﷺ «المسلمون عند شروطهم»[4] علم ان التشريع

---

(١) د. صالح بن زابن المرزوقى - شركة المساهمة فى النظام السعودى مرجع سابق ص٢٩٩ - ٣٠٥.

(٢) المائدة: الآية ١

(٣) النساء: الآية ٢٩

(٤) الحديث: المسلمون عند شروطهم، الا شرطاً حرم حلالاً، أو أحل حراما» رواه الترمذى عن عمرو ابن عوف وصححه، وصححه ابن حبان من حديث ابى هريرة رضى الله تعالى عنه - انظر بلوغ المرام لابن حجر، باب الصلح - مرجع سابق.

الاسلامى يتسع لجميع أنواع الشركات الموجودة فى العالم، ولما لم يوجد منها بعد مما سيحتاج اليه أهل الأرض فى الأزمنة الآتية. وأن الاصول التى بنى عليها الاقتصاد السياسى فى الاسلام تنبت من شجرة أصلها ثابت وفرعها فى السماء تؤتى اكلها كل حين باذن ربها الى قيام الساعة، ومنها فروع الشركات التى لا تحصى، وكل منها يأتى بثمر شهى يطغى الغلة ويزيح العلة، ويجلب المصلحة وينفى المفسدة، فلا حاجة الى الأخذ من قوانين الفرنجة فى وضع الشركات، ولا من لغتهم فى وضع الأسماء، وشرها وأضرها الشركات المشتملة على الربا، والمصارف الربوية، هى التى حرمها الله تعالى فى جملة ما حرم من الربا[1].

ثانيا: المحرمون

يرى الشيخ تقى الدين النبهانى أن الشركات الحديثة ولا سيما شركات الأموال لا تجوز شرعاً وأنه لا يصح الأخذ بها ولا اخضاعها لقواعد الشركات ولا تخريج احكامها على الأساس الفقهى، ويرى أنها من الشركات الباطلة شرعاً ومن المعاملات التى لا يجوز للمسلم ان يقوم بها.[2]

ويقول د. عيسى عبده «لا علم لنا بأن الفقه الاسلامى يعترف بهذا النوع من الشركات[3]. ويرى أن شركة المساهمة ليست عقداً بل تتم بإرادة منفردة.

حجج من قال بالتحريم:

يدل تعريف شركة المساهمة على أنها شركة باطلة لعدم استيفائها للشروط التى تنعقد بها الشركة وذلك على الوجه التالى:

---

(١) الاسلام سبيل السعادة والسلام، ص٢٠٨ مطبعة المعارف ببغداد سنه ١٣٧٢هـ نقلا عن د. عبد العزيز الخياط مرجع سابق ج٢ ص١٥٩.

(٢) النظام الاقتصادى فى الاسلام للشيخ تقى الدين النبهانى ص١٣٣ - عن د. المرزوقى - مرجع سابق ص٣١٩.

(٣) العقود الشرعية - د. عيسى عبده ص ١٨، ١٩ نقلاً عن د. المرزوقى ص ٣١٩.

١- شركة المساهمة ليست عقدا بين شخصين أو أكثر حسب أحكام الشرع الاسلامي لأن العقد شرعاً هو ايجاب وقبول بين طرفين، واتفاق المؤسسين لا يعتبر ايجابا ولا قبولا، بل هو تفاوض واتفاق علي الشروط فقط، والاشتراك بالسهم ضرب من ضروب التصرف بارادة منفردة، ومعنى ذلك انه يكفى الشخص ان يشترى الأسهم ليصبح شريكا رضى باقى الشركاء ام لم يرضوا، وعقد الشركة بالارادة الواحدة باطل شرعاً لأنه التزام بالمساهمة فى مشروع مالى من جانب واحد مهما تعدد الملتزمون[1].

ويقول د. عيسى عبده «المساهمة فى حقيقتها ولا نقول شركة المساهمة هى منظمة مالية يلتحق بها من يشاء بارادته المنفردة حين يكتتب فى الأسهم. أو حين يشتريها من سوق الأوراق المالية فيكون مساهما ومن حقه أيضا أن يبيع الأسهم بارادته المنفردة فيخرج من جماعة المساهمين بغير اذنهم، بل بغير علمهم، وما هكذا الشركات. ثم يضيف، ولا علم لنا بأن الفقه الاسلامى يعترف بهذا النوع من الشركات[2].

- الشركة فى الاسلام يشترط فيها وجود البدن، اي الشخص المتصرف واذا لم يوجد البدن لم تنعقد الشركة وشركة المساهمة لا يوجد فيها بدن مطلقا[3] وتفصيل ذلك عنده أن للشركة شخصية معنويه ولهذه الشخصية وحدها حق التصرفات الشرعية من بيع وشراء وغير ذلك، ولا يملك الشركاء اى تصرف وانما التصرف خاص بشخصية الشركة، والشركة فى الاسلام يصدر فيها التصرف عن الشركاء فقط، وعلى ذلك تكون التصرفات التى تحصل من الشركة بوصفها شخصية معنوية باطلة شرعاً.

---

(١) النظام الاقتصادى فى الاسلام - الشيخ النبهانى ص١٣٤ نقلا عن د. المرزوقى مرجع سابق ص٣٢٠.
(٢) العقود الشرعية للدكتور عيسى عبده ص١٨ ، ١٩ نقلا عن د. المرزوقى مرجع سابق.
(٣) المرجع السابق.

- لا يقال أن الذي باشر العمل في الشركة هم العمال، وهم اجراء لأصحاب الأموال، وأن الذى يباشر الادارة والتصرفات هو المدير ومجلس الادارة، وهم وكلاء عن المساهمين، لأن الشريك متعين ذاتاً فى الشركة فلا يجوز له أن يكل أحداً عنه ولا ان يستاجر احداً عنه ليقوم بأعمال الشركة، بل يتعين ان يقوم بنفسه فى أعمال الشركة، ومجلس الادارة ليس وكيلا عن أشخاص المساهمين وانما هو وكيل عن اموالهم، بدليل أن اصوات الانتخابات هى التى تعتبر فى التوكيل وهى حسب الأموال لا حسب الأشخاص[1].

- أن كون الشركة دائمة يخالف الشرع، فالشركة من العقود الجائزة شرعاً تبطل بالموت أو الحجر، أو الجنون أو الفسخ من أحد الشركاء، وإستمرارها مع وجود مثل هذه الحالات يعتبر باطلا[2].

---

(١) النظام الاقتصادى فى الاسلام للشيخ تقى الدين النبهانى ص١٣٩ - ١٤٠ نقلا عن المرزوقى.
(٢) المرجع السابق ص١٤٠.

المبحث الثالث

مناقشة حجج المبيحين والمحرمين لشركة المساهمة

التعقيب علي من أباح مطلقا :

أما من أباح شركة المساهمة مطلقا رغم أن أكثرها يتعامل بالربا أخذا وعطاء، ومنها مايتعامل فى المحرمات بيعا وشراء، فقد أحل حراما، وافتى على غير مقتضى الشرع، فمن رأى من هؤلاء المجوزين أن اشتراط الفقهاء أن لايكون لأحد من الشركاء نصيب معين، اشتراط لا دليل عليه، فمردود عليه، بان عدم العلم بالدليل لاينفى وجوده، وأن الأدلة من الكتاب والسنة فى هذه المسألة قطعية الدلالة والثبوت وإن لم يذكروها، وليقرأ من شاء قوله تعالى: **﴿وما تدرى نفس ماذا تكسب غدا﴾**[1] قال ابن كثير: «قال الشعبى عن مسروق عن عائشة رضى الله عنها إنها قالت: «من حدثك انه يعلم ما في غده فقد كذب»، ثم قرأت :**﴿وماتدري نفس ماذا تكسب غدا﴾**[2] ، وقال صاحب الظلال وماتدرى نفس ماذا تكسب غدا، قال ماذا تكسب من خير وشر، ومن نفع وضر، ومن يسر وعسر، وكل ماتصيبه النفس فى الغداة فهو غيب مطلق عليه الأستار، والنفس الإنسانية تقف أمام سدف الغيب لاتملك أن ترى شيئا، من وراء الاستار[3] أما الامام النسفى فقال: ماذا تكسب غدا من خير أوشر، وربما كانت عازمة على خير فعملت شرا وعازمة على شر فعملت خيرا[4] فهذا بنص الكتاب، ثم نسأل هؤلاء كيف يتصور ان يكون بوسع أحد أن يحدد نصيبا مما كان مجهولا، بنص الكتاب «أو أن يعين سهما مما ليس متعيناً ولا معلوما إلا أن يكون ذلك بنسبة شائعة كالربع أو الثلث أو النصف مما

---

(١) سورة لقمان– الآية الأخيرة .

(٢) ابن كثير فى شرح الآية المتقدمة ج٣ ص ٤٥٥ – عيسى الحلبى .

(٣) الشيخ سيد قطب فى شرح الآية ج٣– ص ٢٧٩٦ – دار الشروق – والسدف هو الظلمة .

(٤) الامام النسفى فى شرح الآية ج٣ – ص ٢٨٦ جامعة عيسى الباب الحلبى.

يفيض به الله على من يشاء».

ولاريب أن حصول صاحب المال على ربح لم يتبين حصوله هو بمثابة أكل لأموال الناس بالباطل، ولهذا ذهب الامام مالك فى موطأه إلى القول فى رجل دفع إلى رجل مالا قراضا واشترط فيه شيئاً من الربح خالصا دون صاحبه «ان ذلك لايصلح وان كان درهما واحدا إلا أن يشترط نصف الربح له ونصفه لصاحبه أو ثلثه أو ربعه أو أقل من ذلك أو أكثر، فاذا سمى شيئا من ذلك قليلا أو كثيرا، فان كل شيء سمى من ذلك حلال وهو قراض المسلمين،قال ولكن ان اشترط له درهما واحدا فما فوقه خالصا له دون صاحبه ومابقى من الربح فهو بينهما نصفين، فان ذلك لا يصلح، وليس على ذلك قراض المسلمين[1] .

ومن المعلوم ان الامام مالكا يقدم عمل أهل المدينة على ساكنها أفضل الصلاة السلام على الحديث الآحاد ولو كان صحيحا، باعتبار عمل أهل المدينة من قبيل السنة المتواترة وهذا فى حد ذاته دليل على أن ذلك ليس من أقوال الفقهاء كما يزعم البعض.

ولهذا أيضا ذهب صاحب إحياء علوم الدين إلى القول عن الربح «ليكن معلوما بالجزئية بأن يشرط له الثلث أو النصف أو ماشاء، فلو قال أن لك من الربح مائة والباقى لى لم يجز. اذ ربما لايكون الربح أكثر من مائة فلايجوز تقديره بمقدار معين بل بمقدار شائع[2] .

وقال الهمشرى ان الادعاء بأن شروط المضاربة شروط وضعها الفقهاء يخالف ما صح عن الشعبى. ومانسب إلى على رضى الله عنه: «الربح على ما اشترطا، وفى رواية الربح على مااصطلحا عليه» ورواة هذا الحديث والآخذون به يفسرون قوله: «الربح على ماآصطلحا عليه على أنه يعنى الثلث أو الربع أو

---

(١) موطأ الامام مالك- برواية يحيي - كتاب القراض- باب مايجوز من الشروط فى القراض ج٢ ص٦٩٠.
(٢) احياء علوم الدين- الغزالى - عقد القراض-= جـ٢ ص ٧٣ عيسي الحلبى.

نحوهما لا قدراً معلوما[1] .

وثمة دليل آخر للرد علي المشككين وهو قول المصطفى ﷺ لاتجتمع أمتى على ضلالة، وقد اجمع العلماء فيما رواه ابن المنذر فى كتابه الاجماع على أن الربح يجب أن يكون معلوما وان يكون جزء من أجزاء[2] .

وكذلك ماذكره صاحب المغنى ان الحكم فى الشركة كالحكم فى المضاربة فى وجوب معرفة قدر مالكل واحد منهما من الربح وأن الوضيعة: «أى الخسارة» على كل واحد منهما بقدر ماله- وقال- ولانعلم في ذلك خلافا بين العلماء[3] .

ومن المعلوم أنه إذا انعقد الاجماع على حكم معين فيكون مستنداً إلى دليل شرعى كالكتاب أو السنة أو القياس وإن لم ينقل الدليل معه، وليس متصورا ان يجمع علماء المسلمين على أمر بغير دليل شرعى، ومن هنا كانت حجية الاجماع كمصدر- راجعة إلى ما استند عليه من دليل شرعى، وبعد انعقاد الاجماع يصبح حجة فى ذاته، فلانبحث عن الدليل الذى بنى عليه الحكم، بل نبحث فقط عن وجود الاجماع وصحة نقله، لأنه لو وجب البحث عن دليل الاجماع لكانت الحجية للدليل وليس للاجماع، بل اجاز الأصوليون القياس على حكم تقرر عن طريق الاجماع بالنظر إلى مايتمتع به من حجية مستقلة، كما أجازوا إعتباره من الأدلة النقلية[4] والاجماع فوق ماتقدم يرفع السند من مرتبة الظنية إلى مرتبة القطعية[5] فاذا ثبت الاجماع على حكم فى مسألة فانه يكون حكما قطعيا .

قال الشافعى رحمه الله فى رسالته فى أصول الفقه فى مسألة الاجماع أخبرنا

---

(١) مصطفى عبدالله الهمشرى - الأعمال المصرفية والإسلام - سلسلة البحوث الإسلامية- مجمع البحوث الإسلامية ص ١٣٠- نقلا عن الروض النضير شرح المجموعة الكبير جـ٢ ص٣٤٧.

(٢) الاجماع لابن المنذر - كتاب المضاربة ص ٩٨- دار الدعوة .

(٣) المغنى لابن قدامة الحنبلى جـ٥ كتاب الشركة مكتبة الجمهورية ص ٣٧.

(٤) د. صوفى أبوطالب - تطبيق الشريعة الإسلامية فى البلاد العربية ص ٣٠- ٣١ - دار النهضة العربية.

(٥) أصول الفقه للشيخ محمد أبوزهرة - ص١٦١ دار الفكر العربى .

سفيان عن عبدالله ابن لبيد عن سليمان بن يسار عن ابيه عن عمر بن الخطاب رضى الله عنه قام بالجابية خطبيا فقال إن رسول الله ﷺ قام فيناكقيامى فيكم فقال أكرموا اصحابى ثم الذين يلونهم ثم الذين يلونهم ثم يظهر الكذب حتى أن الرجل ليحلف ولايستحلف ويشهد ولايستشهد، ألا فمن سره أن يسكن بحبوحة الجنة فليلزم الجماعة، وان الشيطان مع الفذ، وهو مع الاثنين أبعد، ولايخلون رجل بامرأة فان الشيطان ثالثهما ومن سرته حسنته وساءته سيئته فهو مؤمن، قال الشافعى رحمه الله تعالى: «قال» معنى أمر النبى ﷺ بلزوم جماعتهم، قلت لامعنى له إلا واحد «قال» وكيف لا يحتمل إلا واحدا «قلت» اذا كانت جماعتهم متفرقة فى البلدان فلايقدر أحد أن يلزم جماعة أبدان قوم متفرقين، وقد وجدت الأبدان تكون مجتمعة من المسلمين والكافرين والأتقياء والفجار، فلم يكن فى لزوم الأبدان معنى، لأنه لايمكن، ولأن إجتماع الأبدان لا يصنع شيئا، فلم يكن للزوم جماعتهم معنى الا ماعليه جماعتهم من التحليل والتحريم والطاعة فيهما ومن قال بما تقول به جماعة المسلمين فقد لزم جماعتهم ومن خالف ما تقول به جماعة المسلمين فقد خالف جماعتهم التى أمر بلزومها، وإنما تكون الغفلة فى الفرقة وأما الجماعة فلا يكون فيها كافة غفلة عن معنى كتاب الله تعالى ولاسنة ولاقياس إن شاء الله تعالى[1] .

وقد ذكر الثعالبى أن حجية الإجماع مبنية على أصل وهو عصمة الأمة الإسلامية من إجتماعها على ضلالة فى أمر دينها، دليله قوله تعالى ﴿**ومن يشاقق الرسول من بعد ما تبين له الهدى ويتبع غير سبيل المؤمنين نوله ما تولى ونصله جهنم**﴾[2] .

وقوله ﷺ لاتجتمع أمتى على ضلالة ويد الله مع الجماعة ومن

---

(١) الام للأمام الشافعى جـ١ ص ٦٥ طبعة مصورة عن طبعة بولاق ١٣٢١هـ .

(٢) الثعالبى – الفكر السامى فى تاريخ الفقه الإسلامى – جـ١ ص٦٣ – المكتبة العلمية بالمدينة المنورة – والآية من سورة النساء رقم ١١٥.

شـذ، شـذ إلـي النـار[1] .

ومذهب الجمهور أن الاجماع حجة فى الدين، متعبد به، تثبت به الأحكام كما تثبت بالنصوص الشرعية[2] .

بل أن الشيخ عبدالوهاب خلاف ناقض نفسه وقدم الدليل على مايدحض زعمه ويدمغ رأيه، ولو أنصف الذين إتبعوه وخالفوا أئمة الأمة المجتهدين لنظروا فيماكتبه الشيخ ذاته فى كتابه علم أصول الفقه أنه: «إذا كان إجتهاد المجتهد لابد أن يستند إلي دليل شرعى، فإتفاق المجتهدين جميعا على حكم واحد فى الواقعة دليل على وجود مستند شرعى، يدل قطعا على هذا الحكم، لأنه لوكان ما استندوا إليه دليلاً ظنيا لاستحال عادة أن يصدر عنه إتفاق، لأن الظنى مجال حتماً لإختلاف العقول، وأضاف وأنه «كما يكون الاجماع على حكم فى واقعة يكون على تأويل نص أو تفسيره وعلى تعليل حكم النص وبيان الوصف المنوط به».

وقد ذكر الشاطبى فى معنى جماعة المسلمين أن أحد الأقوال فيها: «انها جماعة أئمة العلماء المجتهدين، فمن خرج مما عليه علماء الأمة مات ميتة جاهلية» لأن جماعة الله العلماء، جعلهم الله حجة على العالمين، وهم المعنيون بقوله عليه الصلاة والسلام: «ان الله لن يجمع أمتى علي ضلالة» ذلك أن العامة عنها تأخذ دينها وإليها تفزع من النوازل، وهى تبع لها، فمعنى قوله: «لن تجتمع أمتى» لن يجتمع علماء أمتى على ضلالة[3] .

وعلى الرغم من كثرة الأدلة التى سقناها لاثبات فساد رأى المبيحين مطلقا إلا أننا نعود فنسألهم:

وماذا تقولون فيما صح عن رسول الله ﷺ فيما رواه البخارى ومسلم بالاتفاق، ومالك فى موطأه عن أنس بن مالك رضى الله عنه قال: قال رسول الله ﷺ «أرأيت

---

(١) الثعالبى - المرجع السابق .

(٢) عبدالوهاب خلاف - علم أصول الفقه ص٤٨ - دار العلم ١٩٧٨م .

(٣) الاعتصام للشاطبى جـ٢ ص ٢٦١ - دار المعرفة للطباعة والنشر - بيروت .

إن منع الله الثمرة، فبم يأخذ أحدكم مال أخيه»[1] .

أما قولكم عمن يجعل لآخر حظا معينا من كسبه نظير استغلاله لماله، وأن هذه المعاملة نافعة للعامل ولصاحب المال معا، فإن ذلك مردود عليه، بأنكم إذا كنتم تتحدثون عن المنفعة المتبادلة فان الخمر والميسر فيهما- بنص القرآن- منافع للناس، ولوكانت المنفعة تصلح أن تكون سببا للحل، لكانت الخمر بذلك أولى، بينما نجد أن المولى سبحانه وتعالى يحذر عباده من الخمر والميسر بقوله سبحانه وتعالى: ﴿إنما الخمر والميسر والأنصاب والأزلام رجس من عمل الشيطان﴾[2] ثم يأتى الأمر على سبيل الوجوب بقوله سبحانه وتعالى: {فاجتنبوه}، لذلك فان ماذهبوا إليه لايستقيم مع شرع الله، ولاينهض حجة، ولايصلح دليلا.

وإذا كان البعض قد عمد إلى ليٍّ النصوص حتى تتفق وما يسمونه بروح العصر أو وحدة العالم، ومحاكاة لغير المسلمين تمشيا مع مقتضيات المدنية الزائفة، فانني اسمح لنفسى أن اجتزىء فى هذا المقام سطورا من كتاب فضيلة المرحوم الشيخ محمد أبوزهرة فى الرد على من يحاولون الاعتساف فى تأويل النصوص الشرعية.

ان شريعة الله حاكمة لامحكومة، وكل من يخضعها لأحكام العصور ويؤول نصوصها ليذللها لأحكام الزمان والمكان من غير طرائق التأويل المستقيم، إنما يجعل شرع الله هزءاً وينزل به من عليائه ويجعله خاضعا لأغراض الناس ولو كانت ظالمة مشتقة من الأهواء والشهوات، وكل نص قطعى من الشارع يطوى فى ثناياه المصلحة من غير ريب[3] .

التعقيب علي من أباح شركة المساهمة وقيد الربا في معاملاتها بالضرورة:

وأماالفريق الذى أجاز لشركات المساهمة التعامل بالربا للضرورة ومن هؤلاء

---

(١) أنظر اللؤلؤ والمرجان فيما اتفق عليه الشيخان - كتاب المساقاة - باب وضع الجوائح - الحديث ١٠٠٢ - والموطأ فى كتاب البيوع - باب النهى عن بيع الثمار حتى يبدو صلاحها - ص٦١٨ - مطبعة عيسى الباب الحلبى .

(٢) المائدة الآية ٩٠ .

(٣) نقلا عن عبدالسميع المصرى - النظرية الإقتصادية فى الإسلام ص ١٣٧ .

الشيخ شلتوت رحمه الله[١] والدكتور محمد يوسف موسى ويعللون ذلك بأنه: «اذا لم تنجح الشركة فى أعمالها وكان ذلك متوقفاعلى إصدار سندات بفائدة كان لها أن تفعل ذلك، وهو من قبيل الضرورات ولا إثم فيه» فمردود على هذا الفريق بأن الضرورات التى تبيح المحظورات هى الضرورات التى تدفع المضطر لاتيان المحرم لكى يدرأ عن نفسه أو ماله أو عرضه هلاكا محققا، ان رأى فى إتيان هذا المحرم إنقاذاً لنفسه أو عرضه أو ماله من الهلاك.

ولذلك يباح للمضطر مالايباح لغيره، والاباحة للمضطر تخصه وحده ولاتتعداه إلى غيره[٢] .

أما الحاجات فهى أدنى من الضرورات ولا تتوقف عليها حياة إنسان أو صيانة عرض أو حفظ مال، ولو أبيحت المحرمات لمجرد الحاجات لأصبحت معظم المحرمات مباحة، بينما ليست كل ضرورة تدخل فى باب التيسير، فلايرفع بها دائما التكليف فمن لم يستطع أن يصلى قائماً صلى جالسا ومن كان قادراً على الصلاة جالساً لايجوز له أن يصلى مضطجعا. إنما التخفيف على قدر المشقة[٣] وبتطبيق هذه القواعد علي التعامل بالربا كضرورة كما يراه البعض، يقول فضيلة المرحوم الشيخ محمد أبوزهرة «ان الضرورة لايتصور أن تتقرر فى نظام ربوى، بل أن تكون فى أعمال الآحاد اذ أن معناها: أن النظام كله يحتاج إلى الربا كحاجة من يكون فى مخمصة إلى أكل الميتة أو لحم الخنزير. وأن مثل هذه الضرورة لاتتصور فى نظام كهذا النظام[٤] .

ولأن الضرورات تبيح المحظورات جاز أكل الميتة عندالمخمصة، والتلفظ بكلمة الكفر للاكراه، وأخذ مال الممتنع عن أداء الدين بغير إذنه، ودفع الصائل، ولو أدى

(١) وان كان مبلغ علمنا ان الشيخ شلتوت قد تراجع عن فتواه باباحة الربا للضرورة وهو على فراش الموت والله أعلم .

(٢) الربا والقرض فى الفقه الإسلامى - د. أبوسريع عبدالهادى ط الاعتصام ص١٦٩ .

(٣) الربا لأبى الأعلى المودودى تعريب محمد عاصم ص١٧ نقلا عن المرجع السابق .

(٤) بحوث فى الربا للشيخ محمد أبوزهرة ص٦٥- ٦٨ .

إلى قتله، ولو أكره على قتل غيره فقتل لايرخص له، فان قتله أثم، لأن مفسده قتل نفسه أخف من مفسدة قتل غيره، ومأأبيح للضرورة يقدر بقدرها فالمضطر لايأكل من الميتة إلا قدر سد الرمق، وما جاز لعذر زال بزواله، فيبطل التيمم اذا قدر على استعمال الماء[1] .

وفى ضوء هذه القواعد الفقهية فإننا نتساءل عن الضرورة ووجوهها والتى تدفع شركات المساهمة إلى التعامل بالربا.

إن الشركات القائمة والتى ترغب فى زيادة مواردها المالية بغرض التوسع أو التطوير، أو لمواجهة عمليات الاحلال والتجديد أو لرأب الصدع في هياكلها التمويلية أمامها أكثر من سبيل، فإماأن تلجأ إلى سوق النقد وإما أن تلجأ إلى سوق رأس المال فان لجأت إلى الأولى قامت وحدات الجهاز المصرفى بتمويلها بما تحتاجه من قروض مقابل دفع هذه الشركات لثمن الاقتراض المتمثل فى الفائدة المحدد سعرها مقدما حتى لو أسفر نشاط هذه المنشأة عن عجز «أو خسارة» .

وغالبا ماتعجز هذه الشركات عن سداد أصل القروض وفوائد الديون وتتفق هذه المنشأت مع البنوك علي تجديد القروض بعد أن تضيف إليها ماتراكم من فوائد الديون.

وإما أن تلجأ إلى سوق رأس المال بغرض زيادة رؤوس أموالها من خلال إصدار أسهم جديدة أو إصدار سندات لتوظيفها فى أغراض استثمارية أو لسد العجز فى الموارد المالية بعد تقدير كافة احتياجاتها التمويلية.

وليست كل السندات ربوية وليست جميعها ذات صبغة واحدة، فمن هذه السندات ماهو مشارك فى الربح والخسارة كسندات المقارضة الإسلامية وهى أبرز الصيغ الإسلامية المستحدثة فى مجال السندات.

---

(١) الأشباه والنظائر فى الفقه الحنفى لابن نجيم ص٨٥- ٨٦- الحلبى ١٩١٨م.

وقد يكون من المفيد هنا التنبيه إلى أن كثيراً من الشركات تلجأ إلى زيادة رأس المال للتخلص من أعباء الديون التي اقترضتها من سوق النقد أو لسداد سندات قروض حصلت عليها من سوق رأس المال وحل ميعاد استحقاقها.

وهناك أساليب أخرى للتمويل بوسع الشركات أن تستفيد منها، كالتمويل التأجيرى للأصول والمعدات الرأسمالية Financial leasing ويعتبر هذا الأسلوب بديلاً جيداً للحصول على المعدات المطلوبة واللازمة للتوسع والتطوير أو الاحلال والتجديد، خاصة وأن الشركة لن تتحمل بما يزيد عن الدفعات التأجيرية Monthty rentals وهو ما قد تعتبره الشركة أقل البدائل تكلفة وأدناها مخاطرة.

كما أن أمام هذه الشركات التمويل من خلال أسلوب المشاركات الذي نهضت باحيائه البنوك الإسلامية، والمشاركات ليست صيغة واحدة، ولكن هناك العديد من الصيغ وجميعها فى إطار الشرع الإسلامى الحنيف وقواعده الكلية، وتعتبر هذه المشاركات بمختلف صيغها «الدائمة والناقصة، والمشاركات على أساس صفقة معينة» هى البديل الإسلامى لعمليات الاقراض فى البنك التقليدى والاقتراض من قبل المنشأت.

يبين مما قدمناه فى إيجاز شديد- نرجو ألا يخل بالمعنى- أن وجود أكثر من وسيلة لتمويل هذه الشركات بما تحتاجه من الموارد المالية يدحض كافة الحجج التى تتذرع بها الشركات.

ولكن الحق الذى نعلمه هو أن سدنة الفكر الغربى وحفاظه ومروجيه راحوا يزخرفون الافك ويزينون الباطل ويغلفون الربا ويقدمونه لطلبة العلم والدارسين، قادة وطلابا، زاعمين ان التمويل بالقرض Debt financing هو أفضل وسائل التمويل، وأن الرافعة المالية The financial leverage تعد وسيلة ناجحة للمتاجرة بأموال المساهمين، ويوجسونهم خيفة من الآثار الضارة المترتبة على زيادة رأس المال، وأن الزيادة يترتب عليها انخفاض ربحية السهم نتيجة توزيع

الأرباح علي عدد أكبر من الأسهم مما يؤدى إلى الإضرار بالمساهمين.

واذا كنا قد كشفنا الغطاء عن أسباب لجوء الشركات إلى الأساليب الربوية وانها ليست كما تزعم وسائل اضطرارية، يبين أن الشركات كان امامها أكثر من وسيلة تمويلية، ولكنها حينما فاضلت بين أساليب التمويل فضلت الأساليب الربوية لمجرد مصلحة موهومة، بالمفاسد مغلوبة.

مناقشة حجج المحرمين مطلقا والرد عليها :

١- قول المحرمين أن شركة المساهمة ليست عقدا، لأن العقد شرعا إيجاب وقبول، وهى خالية منه، مردود عليه بالآتى :

(أ) ان المؤسسين حينما وجهوا الدعوة إلى العامة للاكتتاب كان ذلك منهم ايجابا والذين وجهت إليهم الدعوة بادروا بالاكتتاب، كان ذلك منهم قبولا، ويعلم من ذلك أن هناك طرفين وليس طرفا واحدا، وأنه عقد قد تحقق فيه الايجاب والقبول وليس اتفاقا من جانب واحد هو جانب المؤسسين.

(ب) ليس شرطاً أن يوجه الإيجاب الى شخص معين فقد يوجه الى الجمهور قال الدسوقى: من عرض سلعة للبيع وقال من أتانى بعشرة فهى له: «فأتاه شخص بالعشرة بعد أن بلغه هذا الايجاب فيعقد البيع ويكون لازما وليس للبائع منعه[1] ».

ويستفاد من ذلك أنه ليس شرطا ان يتم الايجاب والقبول فى مجلس واحد وقد ورد في الفقه ان القاضى إذا ولى، كان له الحق فى تراخى القبول وكذلك أن العاقد الآخر إن كان حاضرا اعتبر قبوله، وان كان غائبا جاز تراخى القبول عن المجلس[2] ، والكتابة تختلف عن الرسالة فى ان المتعاقد الآخر اذا لم يُجبه فى أول مجلس لبلوغ الكتاب، فالكتاب باق بحيث اذا قرأ فى مجلس ثان فقبل المتعاقد الآخر انعقد العقد، جاء فى رد المحتار

(١) حاشية الدسوقى: ٤١٣ نقلا عن د. المرزوقى ص٢٢٤.
(٢) المحرر ٢/٢٥٩ نقلا عن د. المرزوقى .

لابن عابدين «الفرق بين الكتاب والخطاب أن فى الخطاب لو قال» قبلت فى مجلس آخر لم يجز وفى الكتاب يجوز لان الكلام كما وجد تلاشى فلم يتصل الايجاب بالقبول فى مجلس آخر، فأما الكتاب فقائم فى مجلس آخر وقراءته بمنزلة خطاب الحاضر فاتصل الايجاب بالقبول[١] .

(ج) أنه لايلزم صيغة معينة للعقد، ولذلك جاء فى الشرح الصغير أنه لايشترط صيغة مخصوصة بل المدار علي مايحصل به الاذن والرضا من الجانبين ولزمت به أى مايدل عليها من صيغة لفظية أو غيرها[٢] . والاكتتاب يدل بغير شك علي الرضا ويؤكد ذلك ماقاله ابن تيمية : العقود تنعقد بكل مادل على مقصودها من قول أو فعل، فكل ماعده الناس بيعا أو إجارة فهو بيع وإجارة [٣] .

وإن اختلف إصطلاح الناس فى الألفاظ والأفعال إنعقد العقد عند كل قوم بما يفهمونه بينهم من الصيغ والأفعال، وليس لذلك حد مستمر لا فى شرح ولا فى لغة، بل يتنوع بتنوع إصطلاح الناس كما تتنوع لغاتهم، ولا يحرم على الناس التعاقد بغير ما يتعاقد به غيرهم اذا كان ما تعاقدوا به دالاً على مقصدهم[٤] ويقول، ولا ينقل عن أحد من الصحابة ولا التابعين أنه عين للعقود صيغة معينة من الألفاظ أو غيرها، أو قال ما يدل على ذلك، من أنها لا تنعقد إلا بالصيغ[٥] .

وقال أن الأصل عند أحمد وغيره فى العبادات التوقيف فلا يشرع منها إلا ما شرعه الله تعالى... والعادات الأصل فيها العفو فلا يحظر منها إلا ما حرمه الله والا دخلنا فى معنى قوله تعالى ﴿قل أرأيتم ما أنزل الله لكم من رزق فجعلتم منه

---

(١) رد المحتار لابن عابدين ٢٦٦/٢. نقلا عن د. المرزوقى .

(٢) الشرح الصغير للشيخ الدردير ٦٠١/٤ ط عيسي الحبى .

(٣) فتاوى ابن تيمية ج٣ ص٢٦٨ دار المنار .

(٤) الفتاوى الكبرى لابن تيميه الجزء الثالث ص ٢٦٧ - ٢٦٨ - دار المنار.

(٥) المرجع السابق ص ٢٧٢.

حراماً وحلالاً﴾[1] . وأمـا السنة والاجـمـاع، فـمن تتـبع مـا ورد عن النبى ﷺ والصحابة والتابعين من أنواع المبايعات والمؤاجرات والتبرعات علم بالضرورة بأنهم لم يكونوا يلتزمون الصيغة من الطرفين والآثار بذلك كثيرة[2] .

ويستفاد من ذلك أن كل ما دل على الايجاب والقبول قام مقامه وأن العبرة فى ذلك ليست بالألفاظ والمبانى وإنما بالمقاصد والمعانى.

وجمهور الفقهاء يرون أن الأصل فى العقود الجواز والاباحة فحرية التعاقد مكفولة للناس ما لم تشتمل على أمر نهى عنه الشارع وحرمه بنص أو قياس أو مقتضى القواعد المقررة، وذلك حتى يقوم الدليل على المنع أو التحريم، وقد استدل الجمهور على ذلك بما يأتى : –

(١) ان كل عقد واجب الوفاء الا ما قام الدليل على منعه، والوفاء بالعقود واجب امتثالا لقوله تعالى **﴿وأوفوا بعهد الله إذا عاهدتم، ولا تنقضوا الأيمان بعد توكيدها﴾**[3] ، وقوله تعالى **﴿يا أيها الذين آمنوا أوفوا بالعقود﴾**[4] وقوله تعالى **﴿والموفون بعهدهم إذا عاهدوا﴾**[5].

(٢) ان العقود من باب الأفعال العادية والأصل فيها عدم التحريم لقوله تعالى **﴿وقد فصل لكم ما حرم عليكم﴾**[6].

(٣) ان تصرفات العباد من الأقوال والأفعال نوعان: عبادات وعادات يحتاجون اليها فى دنياهم واعتادو عليها، والأصل فى العادات عدم الحظر إلا ما حظره الله ورسوله[7].

---

(١) سورة يونس الآية ٥٩.

(٢) الفتاوى الكبرى مرجع سابق ص ٢٧٢ – ٢٧٣.

(٣) سورة النحل الآية ٩١.

(٤) سورة المائدة الآية الأولى.

(٥) سورة البقرة الآية ١٧٧.

(٦) ضوابط العقود فى الفقه الاسلامى – د. عبد الحميد محمود البعلى ٩/٧ ج١، والآية من سورة الأنعام رقم ١١٩.

(٧) المرجع السابق.

والقاعدة الفقهية «الثابت بالعرف كالثابت بالنص» كافية لفتح باب التعاقد واطلاق الحرية للمتعاقدين بما يرفع الحرج والضيق فى معاملات الناس فى وقت اتسعت فيه دائرة المعاملات المالية وتشعبت وظهرت صور شتى لأنواع المعاملات، وخاصة فى مجال العقود «ومنها شركة المساهمة»(١).

أما قولهم بأن الشركة فى الاسلام يشترط فيها البدن أى الشخص المتصرف وأن شركة المساهمة لا يوجد فيها بدن مطلقا، وأن العمال ليسوا أُجراء لأن الشريك لا يجوز له أن يستأجر أحداً عنه، بل يتعين أن يقوم بنفسه بأعمال الشركة وأن مجلس الادارة ليس وكيلا عن المساهمين فمردود على ذلك بالاتى:

قولهم فى ذلك باطل ولا تقوم به دعوى، ولا تصلح له حجة، ويتصادم مع ما نص عليه جميع الفقهاء من أن الشركة تتضمن الوكالة ولا يعلم عن أحد من الفقهاء أنه قال ان الشركة لا تصح إلا أن يكون العمل من جميع الشركاء، فشركة المضاربة العمل فيها من المضارب وهو ليس شريكا فى رأس المال، وربما تعدد أرباب الأموال(٢).

والقول بأن مجلس الادارة وكل عن الأموال لا عن الاشخاص لا يستقيم شرعاً ولا عقلاً، فالمال لا يعقل منه التصرف، ولا يعقل منه التوكيل، ولذلك فإن مجلس الادارة ليس موكلاً عن المال وإنما موكل من قبل المساهمين الذين وقع اختيارهم عليه من خلال الجمعية العامة للمساهمين والتى لها وحدها حق تعيين المجلس وعزله وتقرير أو اعتماد مكافأته(٣).

أما قولهم ان كون الشركة دائمة يخالف الشرع فمردود عليهم بانه خلافاً لما ذكروه، فان اطلاق الشركة بدون توقيت جائز باتفاق الفقهاء وأن الخلاف ليس فى استمرارية الشركة وانما فى توقيتها(٤).

---

(١) المرجع السابق.

(٢) د. المرزوقى مرجع سابق ص ٣٢٨.

(٣) المرجع السابق ص ٣٢٨ - ٣٣٠.

(٤) د. المرزوقى - مرجع سابق.

وقد ذكر صاحب منتهى الارادات وهو بصدد الحديث عن شركة العنان أنها تبطل بموت أحد الشريكين، وجنونه، والحجر عليه للسفه، والفسخ من احدهما، وهلاك رأس المال وردة أحدهما[1]. ويستفاد من ذلك أن الأصل هو استمرارية الشركة وما ذكرناه استثناء.

وقد ذهب فقيه الاندلس الامام ابن حزم إلى القول بانه «لا تحل الشركة الى أجل مسمى»[2].

ومع هذا فان استمرارية الشركة لا تمنع من انسحاب بعض الشركاء، ولا يترتب على انسحابهم فسخ العقد اذ يقوم مقامهم من قام بشراء حصصهم فى الشركة (الأسهم) من خلال السوق الثانوية التى تباع فيها وتشترى الأوراق المالية. وبذلك تجمع هذه الشركة بين الحسنيين، استمراريتها ولصالح الشركاء والشركة، خاصة مع تعذر تصفية الأصول والمعدات الرأسمالية للشركات الصناعية بغير خسائر جسيمة تضر بكافة الشركاء، هذا من جهة، ومن جهة أخرى سهولة إنسلاخ أحد الشركاء من الشركة دون أن يترتب على ذلك إضرار بباقى الشركاء أو الشركة أو المتعاملين معها، وهذا مما يحسب لها لا عليها.

والجدير بالذكر أن مثل هذا التنظيم والذى ليس فيه ما يخالف قول الاسلام ولا إنتهاك حرماته هو الذى ساعد على قيام هذه الشركات - والتى ما كان لها أن تقوم رغم حاجة المجتمعات الحديثة إليها لتنمية ثرواتها - بسبب ضخامة رؤوس أموالها واستحالة قيام الأفراد بانشائها، ونماء المجتمع صار رهناً بنمائها وتعاظم دورها. ونرى أن القول بحرمتها هو جلب لمفسده ودرء لمنفعة عظيمة لما يترتب عليه من تخلف المسلمين واستمرار اعتمادهم على الشرق والغرب والارتماء فى أحضان التبعية والذل والخضوع.

---

(١) شرح منتهى الارادات ١/ ٢٢٢ نقلا عن الشيخ عبد الفتاح محمد أبو العنين - مرجع سابق ص ٦١.
(٢) المحلى - لابن حزم - أحكام الشركة ص ١٢٦ ج ٨ - دار التراث.

الرأى الشرعى فى عدم مسئولية الشريك عن ديون الشركة إلا بقدر ما يملكه من أسهم فيها

ثمة مسألة بالغة الأهمية قلما يتصدى لها من يعالجون مشروعية شركات المساهمة وهى مدى مسئولية الشريك فى شركة المساهمة عن ديون الشركة.

وقد ذكرنا عند تعريفنا لشركة المساهمة اتفاق كافة القوانين فى مختلف البلدان على أن ذمة المساهم فى شركة المساهمة مستقلة عن ذمة الشركة وان المساهم لا يسأل عن ديون الشركة إلا بقدر ما يملكه من أسهم فيها. وقد اعتبر فقهاء القانون هذه المسألة من أهم ما يميز شركة المساهمة عن غيرها من الشركات.

ومفاد ما تقدم ان مسئولية المساهم لا تتعدى قدر نصيبه من الأسهم فاذا كان المساهم فى شركة المساهمة قد سدد قيمة الأسهم المكتتب فيها بالكامل، فانه يكون بذلك قد أوفى بالتزاماته المالية وبرئت ذمته تجاهها وليس لكائن من كان أن يرجع عليه بأى مبلغ إضافى أو إلزامه بالمساهمة فى الخسارة التى لحقت بالشركة أيا كان عدد الأسهم التى يملكها.

حتى لقد ذهب بعض فقهاء القانون إلى القول بان هذه الخصيصة هى التى دفعت الأفراد إلى توجيه مدخراتهم إلى هذا النوع من الشركات وهو ما عبر عنه الأستاذ الدكتور محمد صالح بقوله «ان السهم يخلب العقول لأنه لا يحمل الفرد إلا مسئولية محدودة...»[1].

وقد تصدى لهذه المسألة بعض الفقهاء ومنهم الدكتور عبد العزيز الخياط والدكتور المرزوقى وخالف رأى كل منهما الآخر.

فالدكتور عبد العزيز الخياط يرى أن من خصائص شركة المساهمة ان الشركاء لا يسألون الا بمقدار حصصهم فى رأس المال وأن هذا جائز شرعاً كما فى شركة المضاربة فان رب المال لا يسأل إلا بمقدار ما قدم للشركة من رأس مال وهو غير

(١) د. صرخوه – مرجع سابق ص ٢٤.

مسئول عن ديون الشركة اذا تجاوزت رأس المال الذى قدمه[1].

وقد فتشت فى كتب الفقه فلم أجد لما قاله أصلا، ولم أعثر له على سند وسألت أهل العلم والذكر فما وجدت له من ظهير.

انما الذى قالوه ان الوضيعة «أى الخسارة» كلها على صاحب رأس المال وليس على العامل شيء لأن الوضيعة عبارة عن نقصان رأس المال وهو مختص بملك ربه لا شيء للعامل فيه فيكون نقصه من ماله دون غيره وانما يشتركان فيما يحصل من النماء[2]. فاذا تعدى المضارب وفعل ما ليس له فعله أو اشترى شيئا نهى عن شرائه فهو ضامن للمال فى قول أكثر أهل العلم[3].

وليس من المتصور ان هلكت الشركة وباءت بالخسران ولم تكف كافة أصولها «أى ممتلكاتها» للوفاء بديونها - بينما الشركاء أغنياء - ان يكون لهم رخصة فى شرع الله فى أكل أموال الناس بالباطل، والله سبحانه وتعالى يقول **﴿ولا تأكلوا أموالكم بينكم بالباطل﴾**[4] . بل وروى الشوكانى فى «باب ضمان دين الميت المفلس» عن سلمة بن الأكوع قال «كنا عند النبى ﷺ فأتى بجنازة، فقالوا يا رسول الله صل عليها، قال هل ترك شيئا؟ قالوا لا، فقال هل عليه دين؟ قالوا ثلاثة دنانير قال صلوا على صاحبكم، فقال أبو قتادة صل عليه يا رسول الله، وعلىَّ دينه فصلى عليه، رواه أحمد والبخارى والنسائى[5].

وعن ابن عمر عن النبى ﷺ قال «مطل الغنى ظلم واذا أُحلِت على ملىء فاتبعه». رواه ابن ماجة[6].

---

(١) الشركات فى الشريعة الاسلامية - د. عبد العزيز الخياط ٢/ ٢١٠ ط - مؤسسة الرسالة.

(٢) المغنى - لابن قدامة ٥/ ٢٨ مكتبة جمهورية مصر.

(٣) المرجع السابق ص ٥٤.

(٤) البقرة الآية ١٨٨ (يا أيها الذين آمنوا لا تأكلوا أموالكم بينكم بالباطل) سورة النساء الآية ٢٩.

(٥) نيل الأوطار ٢٣٧/ ٥ ط مكتبة الدعوة الاسلامية.

(٦) المرجع السابق ٢٣٦/ ٥ باب ديون قبول الحوالة على المدين.

وقال صاحب نيل الأوطار فى شرح الحديث والمعنى أنه يحرم على الغنى القادر ان يمطل صاحب الدين بخلاف العاجز ويجب على المستدين أن يوفى صاحب الدين ولو كان صاحب الدين غنيا فان مطله ظلم، فكيف إذا كان فقيراً، وقد ذهب الجمهور إلى أن المطل مع الغنى موجب للفسق.

وقالوا فى الشركة عامة أن الوضيعة على قدر المال، أى الخسران فى الشركة على كل واحد منهما بقدر ماله. فان كان مالهما متساوياً فى القدر فالخسران بينهما نصفين(١). وهذا أيضا لا يفيد المعنى الذى انتهى إليه الدكتور الخياط.

بينما يرى الدكتور المرزوقى على الجانب الآخر - «ان ما ذكره نظام الشركات من أن الشركاء فى شركة المساهمة لا يسألون إلا بمقدار قيمة أسهمهم يدل على أن ديون الشركة إذا تجاوزت مجموع ممتلكاتها فلا تتعداها إلى أموال الشركاء الخاصة، وهذا يخالف أحكام الشريعة الاسلامية.

ففى الشرع الاسلامى يجب وفاء الديون من أموال الشركة، فاذا لم تف فانهاتتعداها إلى أموال الشركاء الخاصة فتوفى الديون من أموالهم الخاصة كل على قدر نسبة أسهمه فى الشركة، لأن الديون تتعلق بذمم الشركاء وبناء على القواعد العامة فى الوكالة والشركة. فإنه لا يصح شرعا الاحتجاج بأن الأموال التى قدمها الشريك قد إنتقلت ملكيتها للشخص المعنوى، لأنه وإن كنا نعترف بالشخصية المعنوية على ضوء الفقه الاسلامى إلا أنه لا يثبت لها من الذمة مثل ما يثبت للانسان. فالملك حقيقة لمجموع الشركاء الذين تجمعهم الشركة، أما الشركة فلها شخصية معنوية وظيفتها تمثيل الشركاء لتتمكن من تنظيم أعمالهم وعدم تعرضها لاختلافات الشركاء ومنازعاتهم(٢).

واذ أبنت وجه الخلاف فى الرأى مع ما قاله الدكتور الخياط، فإنى أتفق مع

---

(١) المغنى - مرجع سابق ص ٣٧.

(٢) شركة المساهمة فى النظام السعودى - مرجع سابق ص ٢٧٤ - ٢٧٥.

الرأى الثانى وأرى أنه هو الأقرب إلى الحق، وحسبه استناده إلى قول رسول الله ﷺ «نفس المؤمن معلقة بدينه حتى ينقضى عنه»، ونؤكد من جانبنا أن إكتساب الشركة للشخصية المعنوية لا يعنى إلغاء صفة الشركاء ولا يقتضى ذلك، والشركة لا تكون بغير شركاء[1].

ونخلص مما تقدم جميعه أن شركة المساهمة جائزة شرعاً الا أنها اذا تعاملت فى محرم بيعاً أو شراءً أو بالفائدة أخذاً أو عطاءً فانه يحرم الاشتراك فيها من خلال تملك الأسهم التى يجرى تداولها فى أسواق التداول أو ما يسمى بالأسواق الثانوية.

---

(١) تصدى أحد فقهاء القانون د. محمود سمير الشرقاوى - الشركات التجارية فى القانون المصرى ص ١٩٩ - لشركة القطاع العام والتى يملكها شخص عام واحد، ان الشركة هنا تقوم دون مشاركة، وهو وضع ما كان ليجوز لولا أن اجازه المشرع لان الشركة بطبيعتها تقتضى تعدد الشركاء.

الفصل الثانى

أدوات سوق الأوراق المالية
وموقف الفقه الإسلامى منها

ويتكون هذا الفصل من ثلاثة مباحث:

المبحث الأول: الأسـهم

المبحث الثانى: السـندات

المبحث الثالث: حصص التأسيس

المبحث الأول
صكوك الأسهم

تعريف السهم:

عرف فقهاء القانون السهم بعدة تعريفات تقاربت مبانيها ومعانيها، إذ عرف بعضهم السهم بأنه حصة المساهم فى شركة الأموال، ويقابل حصة الشريك فى شركة الأشخاص كما يقصد بالسهم أيضاً الصك الذى تصدره الشركة ويمثل حق المساهم فيها.(١)

بينما عرف بعضهم الأسهم بأنها«صكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول بالطرق التجارية والتى يتمثل فيها حق المساهم فى الشركة التي أسهم فى رأسمالها وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه فى الشركة، لاسيما حقه في الأرباح» (٢)

وعرف بعضهم السهم بأنه «صك يمثل حصة فى رأس مال شركة المساهمة أو التوصية بالأسهم وكلمة السهم تعنى حق الشريك فى الشركة كما تعنى الصك المثبت لهذا الحق »(٣).

وعرفه بعضهم بقوله « الأسهم هى ما يمثل الحصص التى يقدمها الشركاء عند المساهمة في مشروع الشركة، سواء أكانت نقدية أم عينية «ويتكون» رأس المال من هذه الأسهم» (٤).

---

(١) د. محمود سمير الشرقاوى – الشركات التجارية فى القانون المصرى- دار النهضة ط ٨٠ ص١٥٤.

(٢) د. أبو زيد رضوان- شركات المساهمة وفقا لأحكام القانون رقم ١٥٩ لسنة ٨١ دار الفكر العربى ط٨٢ ص ٩٨

(٣) د. مصطفى كمال طه- شركات الأموال وفقا للقانون رقم ١٥٩ لسنة ٨١ مؤسسة الثقافة الجامعية ط ٨٢ ص ٦٣

(٤) د. محسن شفيق- محاضرات – نقلا عن د. صالح ابن زابن المرزوقى- مرجع سابق.

فى حين عرفه الفقه الفرنسى، بأنه أحد الخصائص الجوهرية لشركة المساهمة وهو جـزء من رأس المال، وهو حق ينطوى على حق ملكيـة وحق دائنيـة فى وقت واحد، ويكون قابلاً للتداول عن طريق القيد إذا كـان ممثلاً بواسطة صك اسمى، بينما يتم تداوله بالمناولة دون اتباع لاجراءات أى شكل آخر إذا كان الصك لحامله ويعطى حقا لايقبل الانقسام [١].

بينما عرفته المادة ١٠٤ تجارى لبنانى بسرد بعض خصائصه والتى تنص على أن الأسهم هى أقسام متساوية من رأس مال الشركة غير قابلة للتجزئة تمثلها وثائق التداول وتكون اسمية أو لأمر أو لحاملها[٢].

ويعرف العلامتان «اسكارا و رو» السهم بأنه حصة الشريك المتمثلة بواسطة صك يكون قابلا للتداول[٣].

طبيعة حق المساهم:

الاتجاه التقليدى فى فرنسا وفى انجلترا ينظر إلى المساهمين بوصفهم دائنين لبعضهم البعض بمقتضى عقد يوجد فيما بينهم، فهم – وفقا لهذا الرأى– ليسوا ملاكا على الشيوع فى أموال الشركة التى تخص الشخص المعنوى.[٤] وقد كان هذا الرأى موضع إنتقاض فى فرنسا وإنجلترا أيضاً.

وقد جرى بعض الفقه «القانونى» على التفرقة بين نوعين من المساهمين بحسب موقفه من الإسهام فى رأس مال الشركة، فإن كان يحدو المساهم مجرد رغبة فى المضاربة «بمفهومها الغربي» وتوظيف مدخراته، فإن مثل هذا المساهم ليس إلا مجرد دائن عادى للشركة بل ودائن عابر passant، ويحكم هؤلاء سيكولوجية

---

(١) د. يعقوب يوسف صرخوه– نقلا عن Andre Moreau la societe anonyme, traite, partique 2 ed paris 1954 p.12

(٢) د. أبو زيد رضوان– مرجع سابق ص ٩٧– انظر الملحق رقم (١)

(3) Escarra, et Raut Trauite theorique et paretique de droit comercial Paris 1955 p.292

نقلا عن د. صرخوه– مرجع سابق

(٤) المرجع السابق

«المضارب» أكثر منها سيكولوجية الشريك، أما النوع الآخر من المساهمين فهؤلاء هم الذين يربطون مصيرهم بمصير الشركة بحيث يمكن القول بأن لهم حق في الشركة ويمثلون إلى حد بعيد عنصر الديمومة والاستقرار فيها [١].

ويعلق أحد فقهاء القانون على هذا الرأى بالقول، «أنه لا يصح اتخاذ المواقف النفسية أساساً لازدواجية طبيعة حقوق المساهمين على الأنصبة فى رأس المال، ويستطرد ، ولذا نعتقد أن طبيعة حق المساهم هى طبيعة واحدة أياً كان موقفه من الشركة، وأن هذا الحق هو أعمق من علاقة الدائن بالمدين، تلك العلاقة التى يبدو منها التناقض المصلحى بين أطرافها.... »[٢].

وثمة مسألة بالغة الأهمية أثارها بعض فقهاء القانون تتناول وجوه الاختلاف بين السهم فى شركات الأموال وحصة الشريك فى شركات الأشخاص، وترجع أهمية هذه المسألة إلى ما يترتب عليها من آثار، وما يرتبط بها من حقوق والتزامات، وما يتعلق بها من أحكام.

وقد ذهب أحد هذه الآراء إلى القول أن معيار التمييز بين السهم والحصة يكمن فى مدى مسئولية المساهم، فنكون بصدد حصة إذا كان الشريك ملزماً بديون الشركة حتى على أمواله الخاصة، بينما يتعلق الأمر بسهم إذا كان ملزماً فى حدود قيمة أسهمه[٣].

ورغم أهمية هذا المعيار فإنه لم يسلم من النقد على أساس أن الشركاء الموصون فى شركة التوصية البسيطة- وهى من شركات الأشخاص -- لا يسألون- وهم أصحاب حصص- عن ديون الشركة إلا بقدر حصصهم فيها[٤].

ومن المعروف أن مسئولية المساهم عن ديون الشركة وخسائرها فى شركات

---

(١) د. أبو زيد رضوان- مرجع سابق- ص ٩٨،٩٩.

(٢) المرجع السابق- ص٩٩

(٣) نقلا عن د. صرخوه- مرجع سابق ص ٩٣ Ducaurry, Bonnier et Roustain

(٤) د. صرخوه- مرجع سابق ص ٩٢.

المساهمة محدودة بمقدار مايملكه من أسهم فيها، على عكس شركات الأشخاص- حيث القاعدة فيها أن مسئولية الشركاء عن ديون الشركة مسئولية شخصية وتضامنية.

وثمة اتجاه آخر ذهب إلى أن المعيار المميز بين السهم والحصة يكمن فى الطريقة التى يتم بها انتقال الحقوق ، وأن قابلية السهم للتداول هى الحقيقة البارزة التى تميز السهم عن حصة الشريك فى شركات الأشخاص، والتى لايجوز التنازل عنها إلا بموافقة الشركاء، وأن حرية تداول السهم تتفق وطبيعة شركات المساهمة التى لاتقوم على الاعتبار الشخصى بعكس الحال فى شركات الأشخاص، وبذلك يتمكن المساهم من الحصول على قيمة أسهمه دون أن يترتب على ذلك ضير للشركة أو لدائنيها، فالشركة لاترد إلى المساهم المتنازل القدر الذى ساهم به في رأسمالها ولكنها تستقبل مساهماً جديداً بدلاً من المساهم المتنازل، وتبعا لذلك يظل رأس مال الشركة ثابتاً لايتغير، فلا يضار الدائنون ولاينتقص مالهم من ضمان عام على رأس المال[1].

خصائص الأسهم:

١ - الأسهم عبارة عن أنصبة متساوية القيمة:

يقسم رأس مال شركة المساهمة إلى أسهم متساوية القيمة وهذه القيمة المتساوية هى القيمة الاسمية التى يصدر بها السهم، وعلى هذا نص القانون رقم ١٥٩ لسنة ٨١ الخاص بإصدار قانون شركات المساهمة في مصر والذى يقضى فى المادة ٣١ منه على الآتى «يقسم رأس مال الشركة إلى أسهم اسمية متساوية القيمة بحيث لاتقل عن خمسة جنيهات ولاتزيد على ألف جنيه»، وكذلك ما نصت عليه المادة ٩٩ من قانون الشركات التجارية الكويتى، «بأن يقسم رأس مال الشركة إلى أسهم متساوية لا تقل القيمة الاسمية لكل منها عن دينار واحد ولاتزيد

---

(١) أ.د. مصطفى كمال طه- القانون التجارى- شركات الأموال وفقا للقانون ١٥٩ لسنة ٨١. ط٨٢، ص٦٦

عن خمسة وسبعين دينارا» . كذلك المساواة فى الالتزامات التى يرتبها السهم.

٢- قابلية السهم للتداول بالطرق التجارية:

من أهم خصائص السهم قابليته للتداول، ومعنى قابليته للتداول هو إمكان إنتقال ملكيته من شخص لآخر بأى طريق من طرق إنتقال الملك كالبيع والهبة والوصية والإرث، فبإمكان أى مساهم أن يبيع أسهمه أو بعضها عند رغبته فى ذلك، وإنهاء علاقته مع الشركة وإحلال شريك أو شركاء آخرين مكانه، ويحصل ذلك دون إذن خاص من الشركة أو الشركاء، مالم يكن فى نظامها نص يوجب الإبلاغ حين البيع فتنتقل ملكيته بالإيجاب والقبول بشرط التسليم إن كان لحامله، وبالقيد فى دفاتر الشركة إن كان اسمياً، أو بطريق التظهير- أى بطريقة الكتابة على ظهر السهم بما يفيد إنتقال الملكية إلى المظهر إليه ودون حاجة إلى الرجوع إلى الشركة - إذا ما كانت الأسهم إذنية أو لأمر.

٣- عدم قابلية السهم للتجزئة:

تعنى عدم قابلية السهم للتجزئة، أنه لايجوز أن يتعدد مالكوها أمام الشركة إذا آلت ملكية السهم إلى أكثر من شخص نتيجة لإرث أو هبة أو وصية، فإن هذه التجزئة وإن كانت صحيحة بين هؤلاء، إلا أنها لا تسرى فى مواجهة الشركة، ويتعين على هؤلاء أن يختاروا شخصاً واحداً من بينهم أو من الغير ليمثلهم أمام الشركة. ولعل عدم تجزئة السهم تسهل مباشرة الحقوق التى يخولها فى الشركة لاسيما حق التصويت فى الجمعيات العمومية إذ لايتصور أن يكون هذا الحق قابلاً للتجزئة(١).

ويحبذ القانون الكويتى، شأنه شأن القانون العراقى، والقانون القطرى، والقانون الأردنى، أن يشترك فى ملكية السهم شخصان أو أكثر على أن يمثلهم أمام الشركة شخص واحد، ويعتبر الشركاء مسئولين بالتضامن عن الالتزامات

---

(١) د. أبو زيد رضوان- مرجع سابق ص ١٠٢

المترتبة على هذه الملكية فى مواجهة الشركة ولم يذكر أى من التشريعين المصرى والفرنسى حكم هذه المسألة، أى إذا ما كان من الجائز أن يمتلك عدة أشخاص من البداية سهما ويمثلهم واحد من بينهم فى مواجهة الشركة (١).

أنــواع الأســهم :

تتعدد أنواع الأسهم وتتباين بتباين أسس تقسيمها، أى من حيث الزاوية التى ينظر إلى الأسهم من خلالها، فقد تكون الأسهم اسمية أو لحاملها، وذلك من حيث النظر إلى شكل السهم، وقد تكون نقدية أو عينية من حيث النظر إلى قيمة الحصة التى يقدمها المساهم، وقد تكون عادية أو ممتازة من حيث النظر إلى الحقوق التى ترتبها والمزايا التى تخولها للمساهمين، وقد تكون أسهم تمتع أو أسهم رأس المال بالنظر إلى علاقتها برأس المال واسترداد قيمتها أثناء حياة الشركة.

ونتناول فيما يلى كل نوع من هذه الأنواع على وجه التفصيل.

أولاً: من حيث الشكل:

١ - الأسهم الاسمية: Nominal shares

السهم الإسمى هو الذى يحمل إسم صاحبه ويتم تداول هذا النوع من الأسهم بطريق القيد فى السجل المخصص لذلك «سجل المساهمين» (٢).

وتميل الكثير من التشريعات إلى الأخذ بالأسهم الإسمية، بل إن بعض التشريعات مثل القانون المصرى والقانون الكويتى والقانون السورى تقضى بأن تكون أسهم شركات المساهمة فيها أسهماً اسمية وتحظر إصدار الأسهم لحاملها(٣).

---

(١) د. صرخوه- مرع سابق ص ٩٩

(٢) د. سميحة القليوبى- القانون التجارى ج ٢ ص ٨١ - ص ٢١٠ - دار النهضة.

(٣) بصدور قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ٩٢ أصبح من حق الجهات المصدرة للأسهم اصدار أسهم لحامله بما لا يجاوز ٢٥٪ من جملة رأس المال المصدر، ووضعت الكثير من القيود والتى تؤدى إلى إحجام العامة عن الاكتتاب فيها عملاً.

٢- الأسهم لحاملها: Bearer shares

السهم لحامله هو الصك الذى لايذكر به اسم المساهم، ويعتبر حامل السهم مالكاً له، ونظراً لاندماج الحق مع السهم فإن هذه الأسهم تعتبر من المنقولات المادية التى ينطبق بشأنها قاعدة «الحيازة فى المنقول سند الملكية»(١)

وإذا كانت بعض التشريعات تحظر إصدار هذا النوع من الأسهم فإن بعض التشريعات لا تمانع في إصدارها مثل القانون العراقى والقانون اللبنانى فضلا عن القانون الفرنسى والقانون الألمانى.

ثانيا: من حيث طبيعة الحصة التي يقدمها المساهم

١- الأسهم النقدية Cash shares

عرفها بعض القانونيين بأنها الأسهم التى تمثل حصصا نقدية فى رأس مال شركة المساهمة(٢) وقريبا من هذا التعريف عرفها بعضهم بأن الأسهم تكون نقدية إذا كانت الحصة المقدمة مقابلاً لها قد تمت نقدا. سواء بعملة قانونية أو شيك أو أية أوراق تجارية قابلة للانتقال والتداول(٣).

٢- الأسهم العينية Vendor's shares

هى الأسهم التى تمثل حصصاً عينية فى رأس مال الشركة. ولما كانت الحصص العينية المقدمة من الشركاء تحتاج إلى نوع من الحماية القانونية أكبر مما تحتاجه الأسهم النقدية، إذ قد يتم تقويم هذه الحصص بأكثر من قيمتها الحقيقية مما قد يؤدى إلى إلحاق الضرر بالشركة والدائنين، وبحماية المساهمين الذين قدموا حصصاً نقدية، لذلك تحظر بعض التشريعات كالتشريع المصرى والفرنسى تداول هذا النوع من الأسهم قبل انقضاء عامين من تاريخ انشاء

---

(١) المرجع السابق وأيضا د. أبو زيد رضوان- مرجع سابق ص ١٠٥

(٢) د. مصطفى كمال طه- مرجع سابق ص ٦٨

(٣) د. صرخوه- مرجع سابق ص ١٤١

الشركة بينما يجوز القانون الانجليزى إصدار أسهم لقاء حصص عينية على أن ينص على ذلك فى النظام الأساسى للشركة، ويكون تقديم الحصص حينئذ مشروعا. وليس للشركة أن تناقش تقويمه شريطة أن:

١- ألا يكون ثمة دليل على الغش أو عدم المبالاة المصحوب بسوء نية بالنسبة لتقويم هذه الحصص.

٢- أن تتضمن نشرة الاكتتاب تحديدا للحصص العينية[١].

ثالثاً: من حيث الحقوق التي ترتبها والمزايا التي تخولها:

١- أسهم عادية (Ordinary Shares). Common stock

هى تلك التى لا تخول لحاملها أى حق ذى طبيعة خاصة، وعند تصفية الشركات وبعد دفع حقوق الدائنين وحصول ذوى الحقوق الممتازة على حقوقهم إن كان ذلك مقرراً بمقتضى مواد نظام الشركة، فإن المساهمين يتقاسمون ما تبقى من موجودات الشركة أو ما يعبر عنه الفقهاء الانجليز بلفظ Equity أى حقوق الملكية[٢].

كما تعرف الأسهم العادية بأنها «التى لا يتقرر لها امتياز خاص على غيرها من الأسهم سواء فيما يتعلق بتوزيع أرباح الشركة سنوياً أو بقسمة صافى موجودات الشركة عند تصفيتها»[٣].

وقد وقع اختيارنا على تعريف أكثر شمولاً لأحد المعاجم الأجنبية والذى عرفها بأنها أكبر أنواع الأسهم شيوعاً. وأنها التى ينعقد لمالكيها الحق فى اقتسام

---

(١) إلا أن قانون سوق رأس المال المصرى رقم ٩٥ لسنة ٩٢ الغى النصوص المقيدة والتى تقضى بعدم تداول هذه الأوراق قبل مضى عامين من تاريخ انشاء الشركة، ولكنه اشترط فى ذات الوقت أن تكون قيمة الأسهم العينية مطابقة لقيمة الحصة دفعاً للضرر عن باقى المساهمين والدائنين.

(٢) المرجع السابق ص ١٠٧ د. صرخوة.

(٣) وزارة شئون الاستثمار والتعاون الدولي- البورصة والأحداث المالية ص ٤٦.

الأرباح المحققة بعد دفع التوزيعات الخاصة بالأسهم الممتازة وقبل صرف أرباح الأسهم المؤجلة، ويلمس هذا التعريف نقطة هامة من حيث تحمل هذه الأسهم لمعظم المخاطرة.

Ordinary shares the largest class of share, the owners of which have the right to share in the profits of the company after the prefernce shares have been paid their dividened but before the deffered shares.

Ordinary shares carry most the risks. If profits are low, they get Little or no dividened. but if profits are high they may get higher retun than do the holders of other classes of capital(1)

الأسهم الممتازة Preference shares

الأسهم الممتازة- كما يتضح من تسميتها هى التى تخول لأصحابها أولوية أو أفضلية يختص بمقتضاها حملة هذه الأسهم دون غيرهم ببعض المزايا(٢)

ويبرز بعض فقهاء القانون لجوء الشركات لإصدار الأسهم الممتازة بقولهم أنه إذا كانت القاعدة هى المساواة بين جميع الأسهم فى شركات المساهمة إلا أن الضرورات العملية قد تغلبت على الاعتبارات النظرية التى تقضى بإعمال مبدأ المساواة بين المساهمين وساقوا للتدليل على ذلك الأمثلة الآتية:

١- قد تحتاج الشركة إلى أموال جديدة فلا تسعفها فى ذلك فكرة إصدار أسهم عادية فتصدر الشركة هذا النوع من الأسهم وهو ما يساعدها على أن تنهض من كبوتها وأن تجتاز محنتها.

٢- قد ترى الشركة أنه لا مناص من اجراء التصفية، الأمر الذى يتعرض معه الدائنون لخطر عدم الاستيلاء على شيء، وقد يقبلون وفاءً لديونهم تسلم أسهم ممتازة.

---

(1) Longman dict. of business English

(٢) د. صرخوه مرجع سابق ص ١٠٨

إلا أن من ساق هذه المبررات عاد ليسجل ما يشوب هذه الأسهم من عيوب وما تتعرض له من نقد على أساس أ نها تخلق نوعاً من الطائفية بين المساهمين(١).

وقد أنصف القضاء الانجليزى في القول عندما ذهب إلى أن حق السهم الممتاز حق سلبى، بمعنى أنـه يقوم على منع أصـحـاب الأسـهم العـادية من اسـتـلام أية أرباح إلا بعد حصول أصحاب الأسهم الممتازة على النسبة المقررة لهم فى الأرباح(٢).

هذا وتجيز بعض التشريعات العربية والأجنبية الأسهم الممتازة، فهى جائزة فى التشريع السورى بمقتضى المادة ١٩٨ والتشريع السعودى بمقتضى المادة ١٠٣ والتشريع اللبنانى بمقتضى المادة ١١٠

والجـدير بالذكـر أنه رغم أن القـانون المصـرى رقم ٦٠ لسنة ٧١ الخـاص بالمؤسسات وشركات القطاع العام رقم ٢٦ لسنة ٥٤ قد وقف منها موقفا- سلبيا- فلم يصرح بجوازها ولم ينص على منعها، إلا أن القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ تجاوز موقف التشريعات السابقة من هذه الأسهم فأجاز إصدار الأسهم الممتازة على إطلاقها سواء من حيث الأرباح أو تقسيم الموجودات، بل وتجاوز ذلك أيضا إلى حق التصويت فى الجمعية العامة للمساهمين، ولقد أشارت إلى ذلك الفقرة الثانية من المادة ٣٥ من القانون المذكور بقولها: يجوز أن ينص النظام على تقرير بعض الامتيازات لبعض أنواع الأسـهم وذلك فى التصـويت أو الأرباح أو ناتج التصفية(٣).

هذه الإضافة من جانب المشرع اقتضتها سياسة الإنفتاح على الغرب فى ذلك

---

(١) د. صرخوه- مرجع سابق ص ١١٠

(٢) نفس المرجع ص ١١٢/١١٤

(٣) د. أبو زيد رضوان- مرجع سابق ص ١٠٧، وإلى هذا أيضا ذهبت اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال فى المادة التاسعة.

الحين، وهو الذى يرى أن الضرورات العملية قد تغلبت على الاعتبارات النظرية «الأخلاقية» التى تقضى بإعمال مبدأ المساواة بين المساهمين.

أما التشريع الأردنى فقد أكد فى وضوح رفضه لمبدأ إصدار أية أسهم ممتازة حين قرر فى المادة ٢/٤٧ أن تصدر شركات المساهمة أسهماً وإسناد قرض «قرض سندات» (١) وهى متساوية فى الحقوق والواجبات ولايجوز التمييز بينهما إطلاقا(٢).

طبيعة الأسهم الممتازة:

والأسهم الممتازة هجين "Hybrid" أو خليط من الأسهم العادية "Common stock" والقرض "Debt" فهى أشبه بالدين من حيث أنها تمثل التزاماً ثابتاً بقيمة الفائدة المحدد سعرها سلفاً بنسبة من قيمتها الإسمية، إلا أنها تختلف عن القرض من حيث أن فوائد القرض لا ترتبط بنتيجة النشاط ربحا أو خسارة، وتوقف الشركة عن سداد فوائد القرض Default of Payments يشير إلى إعسار الشركة فنياً ومالياً وذلك فى حالة ما إذا أخفقت فى تحقيق فائض يكفى لسداد هذه الفوائد بينما الفائدة المقررة للأسهم الممتازة ترتبط بنتيجة النشاط، فإذا أخفقت الشركة وكان عائد النشاط سالباً لم يكن هناك وجه لإلزام الشركة بالسداد وعلى الوجه الذى سنبينه تفصيلاً فيما بعد.

وكذلك تختلف عن القرض من حيث أن هناك تاريخاً محدداً لسداد قيمة القرض بينما لايوجد تاريخ لاستحقاق القيمة الإسمية للأسهم الممتازة.

كذلك تقف الأسهم الممتازة موقفاً «وسطاً بين الأسهم العادية والسندات من

---

(١) يفرق الأردنيون بين السندات والإسناد لأغراض تصنيفية بحتة وذلك بهدف التمييز بين السندات الحكومية والسندات التى تصدرها المؤسسات والشركات العامة، فالفرق هنا لفظى (انظر أسواق رأس المال صندوق النقد العربى ص ١٧٠ عام ١٩٨٥.)

(٢) د. صرخوه- مرجع سابق ص ١١٢/١١٣.

حيث استرداد القيمة الإسمية للأسهم إذا تكون الأولوية لحاملى السندات وبذلك يتأخر أصحاب الأسهم الممتازة عن أصحاب السندات أو القرض ويتقدمون فى ذات الوقت أصحاب الأسهم العادية.

الحقوق التي تخولها الأسهم الممتازة:

تخول هذه الأسهم لحامليها نوعين من الحقوق بعضها حقوق مالية والأخرى غير مالية.

أولاً: الحقوق المالية:

١- لأصحاب الأسهم الممتازة حق الأولوية فى الأرباح التى تحققها الشركة. فتوزع عليهم حصة من الأرباح بنسبة محددة من القيمة الإسمية للأسهم التى يمتلكونها قبل التوزيع على أصحاب الأسهم العادية، وقد تستغرق هذه الحصة الفائض القابل للتوزيع بحيث لا تبقى لأصحاب الأسهم العادية شيئاً يمكن توزيعه عليهم.

٢- لما كانت الأسهم الممتازة إما متجمعة الأرباح Cumulative أو غير متجمعة الأرباح Noncumulative Preference Shares فإذا ما كانت الأسهم متجمعة الأرباح فإن حق المساهم فى أرباح الشركة لايسقط باخفاق الشركة فى تحقيق فائض فى إحدى السنوات أو حتي لبضع سنوات وتلزم الشركة بأداء حصة هذه الأسهم فى الأرباح فى السنوات التالية عن سنوات العجز أو الخسارة متى حققت فائضاً يسمح لها بأدائها والأغلب والأعم فى مختلف التشريعات أن تكون متجمعة الأرباح.

٣- ولما كانت الأسهم الممتازة اما مشاركة فى الأرباح أو غير مشاركة Participating Preference shares فإن كونها من النوع الأول يخول لحامليها الحق فى مشاركة أصحاب الأسهم العادية فى الأرباح المتبقية بعد حصولهم على الحصة المقررة للأسهم الممتازة.

٤ - يكون لأصحاب الأسهم الممتازة حق الأولوية فى استيفاء القيمة الاسمية

لأسهمهم من موجودات الشركة إذا ما تقرر تصفيتها بمعنى أن أصحاب الأسهم العادية لا يستأدون حقوقهم فى موجودات الشركة إلا بعد حصول أصحاب المتازة على حقوقهم فيها.

ثانياً : الحقوق غير المالية:

من الحقوق غير المالية التى تتمتع بها الأسهم الممتازة تعدد الأصوات فى الجمعية العامة للمساهمين فتكون الأسهم ذو أصوات متعددة multiple voting sharesإذا خولت صاحبها الحق فى أكثر من صوت فى الجمعيات العامة.

رابعا: من حيث جواز اخراج الشريك باستهلاك أسهمه أثناء حياة الشركة.. تنقسم الأسهم إلى أسهم رأس المال وأسهم تمتع.

أ- أسهم رأس المال :

يقصد بأسهم رأس المال الأسهم التى لم يتسلم أصحابها قيمتها أثناء حياة الشركة (١).

والأصل أن الأسهم لا تستهلك طالما أن الشركة باقية على قيد الحياة ،٣٣٥ وذلك بحسبان أن السهم يمثل حصة الشريك، ومن ثم لايكون له الحق فى أن يسترد حصته من الشركة لأن حقه يتمثل فى أصول يتعذر تصفيتها لحساب أحد الشركاء.. فضلاً عما يمكن أن يحيق بها فى هذه الحالة من أضرار، إلا أن الطريق ليس مغلقا أمام الشركاء إذ بوسع أى شريك أن يخرج من الشركة ويصفى حصته عن طريق بيع أسهمه فى سوق الأوراق المالية وقتما يشاء ودون الرجوع إلى باقى الشركاء.

ولما كان حق الشريك فى البقاء فى الشركة أمر لا ينازع، لذلك فإن اجباره على الخروج منها أمر غير وارد إلا فى حالات استثنائية تعد خروجاً على الأصل العام

---

(١) د. صرخوه- مرجع سابق ص ١٢٦ د. سميحة القليوبى- مرجع سابق ص ٢٠٧

وخرقاً للقاعدة العامة على ما سنبينه بعد من خلال تناولنا لأسهم التمتع.

٢- أسهم التمتع: Redeemable shares

تعرف أسهم التمتع بأنها الصكوك التى يتسلمها المساهم والتى بمقتضاها يحصل على القيمة الاسمية لسهمه على أثر عملية تسمى باستهلاك رأس المال[١].

ويعرفها الآخرون بأنها الأسهم التى تعطى للمساهم الذى استهلكت أسهمه فى رأس المال أثناء حياة الشركة (٢).

ويقصد باستهلاك السهم قيام الشركة بدفع قيمته الاسمية أثناء حياتها ودون انتظار لتصفيتها أو انتهاء أجلها [٣].

ويستفيد أصحاب أسهم التمتع من جميع الحقوق التى يستفيد منها أصحاب الأسهم العادية، إذ يمنح السهم لصاحبه صفة الشريك والحقوق المتصلة بهذه الصفة. فيعطى هذا السهم لحامله حقاً فى التصويت فى الجمعيات العامة للمساهمين وحقاً فى الأرباح السنوية، وحقاً فى موجودات الشركة بعد تصفيتها، لكن بعد أن يستوفى أصحاب رأس المال القيمة الإسمية لأسهمهم.

وتختلف أسهم التمتع عن أسهم رأس المال في أنها لا تعطى لصاحبها كل حقوق أسهم رأس المال فى الأرباح، إذ ينص نظام الشركة في العادة على اعطاء أسهم رأس المال نسبة معينة من الأرباح، ثم يوزع فائض الربح بالتساوى بين أسهم رأس المال وأسهم التمتع. ولهذه الأسباب فإن أسهم التمتع يجرى تداولها فى سوق الأوراق المالية بقيمة سوقية أدنى من قيمة أسهم رأس المال[٤].

أما عن الأسباب التى تدفع الشركة إلى استهلاك أسهمها أثناء حياة الشركة وهو ما يعد - كما سبق التنويه) خروجا عن الأصل العام أو القواعد العامة فيمكن

---

(١) د. صرخوه- مرجع سابق- نفس الصفحة

(٢) د. أبو زيد رضوان- مرجع سابق ص ١٠٨- ١٠٩.

(٣) المرجع السابق- ص ١٠٩

(٤) د. مصطفى كمال طه- مرجع سابق ص ١٢/٧١

حسمها فى الحالات الآتية:

١- إذا كانت الشركة قد حصلت على إمتياز من الحكومة أو غيرها من الهيئات العامة لمدة معينة لاستغلال مورد معين من موارد الثروة الطبيعية أو مرفق من المرافق العامة تؤول بعدها ممتلكات الشركة للجهة المانحة للامتياز فتصير ملكاً خالصاً لها وبلا مقابل.

٢- أو أن تكون موجودات الشركة مما يهلك بالاستعمال ومن ثم يستحيل حصول المساهمين على قيمة الأسهم عند انقضاء الشركة

ولايعتبر استهلاك الشركة لأسهمها رداً لجزء من رأس مالها، ولا هو من قبيل التوزيعات الاستثنائية لأرباحها، بل يعتبر وفاء معجلاً لنصيب المساهم فى رأس مال الشركة.

كما أن استهلاك الأسهم ليس اجبارياً بل هو أمر جوازى لأن الشركة ليست مدينة حقاً تجاه المساهمين.

طريقة الاستهلاك

أما عن طريقة الاستهلاك فقد تقرر الشركة استهلاك بعض الأسهم كالربع أو الثلث كل عام وتعين الأسهم التى تستهلك بطريق القرعة وتنظم عملية الاستهلاك بحيث يتم الوفاء بكل قيمة الأسهم عند انقضاء الشركة.

على أنه من الطرائف التى يثيرها القانونيون فيما لو قامت الشركة باستهلاك أسهمها . وبفرض أن المساهم الذى استرد قيمة أسهمه لا يحصل على أسهم تمتع، فمن هو صاحب الحق فى موجودات الشركة «أصولها» وكذا أرباحها. لاشك أن المخرج الوحيد هو منح هؤلاء المساهمين أسهم تمتع بحيث لا تنقطع صلتهم بالشركة ويظل حامل هذا السهم شريكا كما كان قبل تغيير أسهمه (١).

---

(١) د. مصطفى كمال طه- مرجع سابق ص ٧١/٦٨

موقف الفقه الإسلامى من صكوك الأسهم التى تصدرها الشركات

تباين رأي الفقهاء المعاصرين في هذه المسألة، فمنهم من حرم التعامل بها مطلقاً، ومنهم من أباح التعامل بها مطلقاً، ومنهم من أباحها بشرط خلوها من الربا ومن كل مايستوجب الحرمة ومنهم من فرق بين أنواع الأسهم التي تصدرها الشركات فقال ان من الأسهم ماهو حلال ومنها ماهو حرام.

ونتناول فيما يلي آراء المعاصرين في اقتضاب لايخل واسهاب - إذا اقتضى الأمر ذلك - لايمل.

أولا: أدلة من قال بالتحريم

١ - أن اسهم الشركة تمثل ثمن الشركة وقت تقديرها، ولا تمثل رأسمالها عند انشائها.

٢ - السهم جزء لا يتجزأ من كيان الشركة وليس جزءاً من رأسمالها فهذه الأسهم بمثابة سندات بقيمة موجودات الشركة.

٣ - ليست الأسهم موحدة القيمة فى كل السنين بل تتفاوت قيمتها وتتغير، وعلى ذلك فالسهم لايمثل رأس المال المدفوع عند تأسيس الشركة، وانما يمثل رأس مال الشركة عند البيع، فهي كورقة النقد يهبط سعرها إذا كانت سوق الأسهم منخفضة وترتفع حين تكون مرتفعة، فالسهم بعد بدء الشركة في العمل انسلخ عن كونه رأس مال وصار ورقة مالية لها قيمة معينة.

٤ - ان شركة الأسهم عقد باطل، لأنها تتضمن مبالغ المخلوط من رأس مال حلال، ومن ربح حرام في عقد باطل ومعاملة باطلة دون أي تمييز بين المال الأصلي والربح وبذلك صارت الأسهم مالاً حراماً لا يجوز بيعها ولا شراؤها ولا التعامل بها[1] .

---

(١) الشيخ تقي الدين البنهاني - مرجع سابق ص ١٤١ - ١٤٢، نقلاً عن د. المرزوقي ص٣٤٠.

ثانيا: الرأى عند من قال بالاباحة

ومن الفقهاء المعاصرين الذين قالوا بالاباحة الدكتور محمد يوسف موسى والشيخ محمود شلتوت والشيخ عبدالوهاب خلاف وعلي الخفيف والدكتور غريب الجمال وآخرون. ويقول د. محمد يوسف موسى «والغالب ان الشركات تقسم رأس مالها الى أسهم يكتتب فيها من يريد، وتكون اسهمه عرضة للخسارة أو الربح تبعاً للشركة ولاريب في جواز المساهمة في الشركات بملكية عدد من أسهمها لتوفر الشروط الشرعية فيها، ولأن لها حقها من الربح وعليها نصيبها من الخسارة، فالربح يستحق تارة بالعمل، وتارة بالمال، ولاشئ من الربا وشبهته في هذه العملية»(١) .

وقال الشيخ محمود شلتوت شيخ الأزهر سابقاً «الأسهم من الشركات التي أباحها الإسلام باسم المضاربة، وهي التي تتبع الأسهم فيها ربح الشركة وخسارتها»(٢) .

أما الدكتور غريب الجمال فقد أجاز تلك الأسهم والتعامل عليها بيعاً وشراءً مالم تتعامل في محرم فقال «اصدار الأسهم وملكيتها وبيعها وشراؤها والتعامل بها حلال لا حرج فيه، مالم يكن عمل الشركة التي تكونت من مجموعة الأسهم مشتملاً على محظور أو كانت تتعامل بالفوائد الربوية»(٣)

وقد افتى العلامة الشيخ بدر المتولي عبدالباسط من خلال رده على من سأل عن الحكم الشرعي في شراء اسهم شركات أجنبية، إلا أنها إذا احتاجت اقترضت وإذا فاض لديها المال اقرضت بقوله:

«فإن مبدأ المشاركة في أسهم شركات صناعية تجارية أو زراعية مبدأ مسلم به

---

(١) الإسلام ومشكلاتنا الحاضرة، د. محمد يوسف موسى، ص٥٨ نقلاً عن د. المرزوقي.

(٢) الفتاوي للشيخ محمود شلتوت، ص٣٣٥.-٣٥٥

(٣) د. غريب الجمال – النشاط الاقتصادي في ضوء الشريعة الاسلامية، ص٢٢٢ نقلاً عن د. المرزوقي.

شرعاً لأنه خاضع للربح والخسارة وهو من قبيل المضاربة المشتركة التي أيدها الشارع على شرط أن تكون هذه الشركات بعيدة عن المعاملة الربوية أخذاً وعطاءً » وأنه فهم من الاستفتاء أن هذه الشركات تتعامل بالربا أخذاً وعطاءً وعلى هذا فإن المساهمة فيها تعتبر مساهمة في عمل ربوى[١] .

كما أفتى فضيلة الشيخ حسن مأمون شيخ الجامع الأزهر سابقاً بأن شركات المساهمة جائزة شرعاً عند جميع الأئمة وأنه قد افتى بها المفتون، إلا أنه يجب ألا يستعمل مالها بفائدة أو رباً أو بيع أو شراء شئ محرم في الشريعة الإسلامية[٢] .

مناقشة آراء المحرمين:

أولاً: قولهم أن أسهم الشركة تمثل ثمن الشركة وقت تقديرها، ولا تمثل رأسمالها عند انشائها، مردود عليه بأنه لا وجه لما قالوا، لأن ثبات حصة الشريك في الشركة رغم نمائها أو تآكل أموالها ينطوي على أكل أموال الناس بالباطل، فالأصل في النشاط الاقتصادي هو النمو والاستثناء هو السكون وهذا الأخير يرتبط بالتخلف والجمود.

ومن المعروف أن طبيعة أنشطة شركات المساهمة والنظم واللوائح الحاكمة لها والقوانين والتشريعات التي تخضع لها هذه الشركات تقتضي قيامها باقتطاع جزء من ارباحها لتدعيم المركز المالي للشركة في شكل احتياطات تظهر في جانب الخصوم بالميزانية باعتبارها مورداً مالياً ومصدراً تمويلياً، وتظهر في ذات الوقت في جانب الأصول في شكل أصول رأسمالية أو أصول مالية أو مخزون سلعي، ومؤدى ذلك أن الأرباح المحتجزة "Retained earnings" أو غير الموزعة وهي من حقوق المساهمين تعد من أفضل وسائل التمويل والتي تتمكن من خلالها هذه الشركات من زيادة مواردها المالية وبالتالي مواجهة برامجها التنموية والتوسعية فضلا عن عمليات التطوير، والاحلال والتجديد. وتنعكس هذه المتغيرات في المركز

---

(١) الفتاوى الشرعية في المسائل الاقتصادية - بيت التمويل الكويتي - باب التجارة بالأسهم، ص٥٥.
(٢) الفتاوي الاسلامية في القضايا الاقتصادية - كتاب الأهرام الاقتصادي - الجزء الثاني، مايو ١٩٨٩.

المالى على قيمة السهم في أسواق الأوراق المالية، وكلما كانت السوق على درجة عالية من الكفاءة «Efficiency» كلما كانت هذه القيمة أقرب إلى القيمة الحقيقية للسهم. ويرى علماء التمويل والاستثمار ان قيمة الشركة من وجهة نظر المجتمع تتمثل في مجموع القيم السوقية لأسهم الشركة.

ومن جماع ماتقدم يبين أنه لاوجه للاعتراض المتقدم.

ثانياً: قولهم بأن السهم ليس جزء من رأس المال، وان هذه الأسهم ماهي إلا سندات بقيمة موجودات الشركة.

هذا القول لايستحق عناء الرد، إذ كيف تكون حصص الشركاء سندات، ومن الدائن ومن المدين، وكيف تخضع للربح والخسارة، ومتى يكون هذا الدين مستحق الوفاء، لاشك أنه لاتوجد شبهة واحدة في كون هذه الحصص أبعد ماتكون عن السندات وهو قول لا برهان له ولا دليل عليه.

ثالثاً: وأما اعتراضهم على تغير قيمة السهم من حين لآخر، وان أسعارها ليست واحدة في كل السنين وأنها عرضة للارتفاع والانخفاض وأنها في ذلك أشبه بالأوراق النقدية، فمردود عليه بالآتي:-

١ - ان القيمة السوقية تتحدد من خلال تفاعل قوى العرض والطلب.

٢ - أنه إذا ماتم التغاضي عن التقلبات المحدودة في السوق فان الأسعار تميل الى التحرك في الاتجاه الذي يستمر فترة طويلة من الزمن.

٣ - ان قيمة السهم تتحدد عند الأصوليين Fundamentalists وفقاً لقيمته الحقيقية أو مايسمى بالقيمة الذاتية، وهذه القيمة تتحدد في ضوء قدرة المشروع على تحقيق الأرباح.

٤ - ان ارتفاع الأسعار وانخفاضها وتقلبها في مسار عشوائي من يوم لآخر نتيجة استفزاز عوامل الصعود أو الهبوط من قبل بعض المضاربين غالبا مايكون محدوداً، لأنه بوسعنا أن نتصور حواجز علوية وسفلية تصنعها آليات

السوق تحول دون تجاوز الأسعار لتلك الأسوار.

٥ - ان العمليات المضاربية في بعض الأسواق والتي تؤدي الى التأثير على الأسعار لم يعد من الصعب ازالة آثارها من خلال ماتقوم به لجان الأسعار في تلك الأسواق من الغاء للعمليات الشاذة أو المشتبه فيها، فضلاً عن وضع حدود عليا Ceiling لتمدد السعر ودنيا لهبوط السعر في نهاية كل جلسة، ولعل في قيام أسواق الأوراق المالية بوظيفة الرقابة على الشركات من خلال تقويم أدائها ودراسة القرارات التي تصدرها وتحليل المعلومات التي تصل اليها، فضلا عن دراسة وتحليل مراكزها المالية وحساباتها الختامية، مايمكن هذه الأسواق من أن تكون مركزاً للمعلومات تزول بوجوده الجهالة عن موقف هذه الشركات، وهو ماينعكس على أسعار الأسهم ايجاباً وسلباً أي صعوداً وهبوطاً، فيكون ارتفاعها ثواباً على حسن الأداء، ويكون انخفاضها عقاباً للأسلوب السئ للادارة وانحطاط مستوى الأداء. وإذا ما أطللنا اطلالة قصيرة على واقع الشركات، وتتبعنا حركة التعامل واتجاهات الأسعار لوجدنا العديد من الشركات وقد هبطت اسهمها هبوطاً حاداً من خلال موجات نزولية متتابعة لتعبر عن واقع هذه الشركات والتي كان لأسهمها يوماً طنيناً في الآذان وشهرة ذائعة بين الناس.

ولنا أن نتسائل الآن أيهما أقرب الى شرع الله وعدله، أن يتعامل الناس اليوم بيعاً وشراءً بقيمة السهم الاسمية عند الاكتتاب أم بسعر تداوله في الأسواق يوم التعامل وبعد حين من الزمان، ووفقاً لظروف العرض والطلب وتقدير البائعين لعروض بيوعهم والمشترين لمشترواتهم.

إن تقييم الشركة بعد أن تكون قد استقرت أوضاعها وزاولت نشاطها وأعلنت عن نتائج أعمالها، فاستبان منها ان كانت قد تزايدت أو تناقصت أصولها وتراجعت أو تراكمت أرباحها ونما أو تقلص نشاطها هو الذي يُعول عليه. ان تقويم الشركة في ظل هذه المعطيات من شأنه ألا يُعطي المال إلا في حق، وان يمنع من

باطل، وفي ذلك حيلولة دون أن يأكل الناس أموالهم بينهم بالباطل فلا يظلمون (بفتح الياء) ولا يظلمون (بضمها).

رابعاً: وأما قولهم بأن شركة المساهمة باطلة، ومايصدر عن الباطل فهو باطل وأن أسهم هذه الشركات لايجوز بيعها ولا شراؤها ولا التعامل بها، فان قولهم لا برهان له ولا دليل عليه وحجتهم في ذلك داحضة وقد تم تفنيد هذه المقولة عند مناقشة حجج المحرمين لشركات المساهمة، ولذلك فان رأيهم لايقطع به حكم ولا يترتب عليه حرمة.

مناقشة آراء المبيحين:

وأما المبيحون فمنهم من ذهب إلي جواز انشاء الأسهم والتصرف فيها دون تمييز وهذا الاطلاق بالقطع لم يصادف الصواب، ذلك أن من الأسهم ماهو صحيح جائز لا شبهة فيه ومنها ماهو حرام لايجوز التعامل به.

ولذلك فاننا نذهب إلي ماذهب اليه د. الخياط و د. المرزوقي من حيث وجوب التصدي لكل نوع من أنواع الأسهم على حده، مع التقيد بالأحكام التي انتهينا اليها بالنسبة لشركات المساهمة والتي تقوم باصدار هذه الأسهم، وقد اثبتنا في موضع متقدم أن شركة المساهمة جائزة عند أغلب الفقهاء المعاصرين مالم تتعامل في الربا أخذاً أو عطاءً أو في المحرمات بيعاً أو شراءً.

وقبل أن نتناول الحكم الشرعي في أنواع الأسهم بالتفصيل نختم أقوال الفقهاء المعاصرين في جواز انشاء الأسهم وتداولها برأي الدكتور المرزوقي، ونحن نتفق معه فيما انتهى اليه من كل وجه فضلاً عن سلامة استدلاله وقوة حجته[1] .

١ - اسهم المساهم في الشركة ملك خاص له دون غيره، ومن حق المالك التصرف في ملكه بما يشاء مالم يترتب على بيعه اضرار بباقي الشركاء، ومن هذه الحقوق حقه في بيع أسهمه، لاسيما ان هذا الحق مشروط في نظام الشركات

(١) د. المرزوقي، مرجع سابق، ص٣٤٥ - ٣٤٩.

وقد جرى عليه عرف التجار، ولا يصادم نصاً من كتاب أو سنة. قال - واجيزه بناء على أن السهم هو حصة المساهم في الشركة.

٢ - جاء في المغنى لابن قدامة الحنبلي «وان اشترى أحد الشريكين حصة شريكه منه جاز، لأنه يشتري ملك غيره[١]

فقول صاحب المغنى صريح في جواز بيع أحد الشركاء حصته من شريكه ويتخرج عليه جواز بيعها لأجنبي.

٣ - ولأن بيع أسهم في الشركة هو بيع نصيب شائع، وبيع النصيب الشائع جائز «لذا جاز بيع وشراء الأسهم».

٤ - وبيع السهم مباح أيضاً بقوله تعالى (واحل الله البيع)[٢] وليس من الأدلة مايخصصه، والقاعدة الشرعية أن الأصل في العقود الاباحة إلا مادل الشرع على تحريمه.

٥ - فان ادعى مدع أن في بيع الأسهم غرراً قلنا له، ليس فيها غرر، لأن شراء الأسهم بعد مزاولة الشركة نشاطها وبعد أن تتضح نتائج أعمالها وارباحها أقرب إلي معرفة واقعها.

الحكم الشرعى فى كل نوع من أنواع الأسهم:

١ - الأسهم الاسمية:

قدمنا ان السهم الاسمي هو الذي يحمل اسم صاحبه، وكلمة السهم عند القانونيين تعني حق الشريك في الشركة، كما تعني الصك المثبت لهذا الحق[٣] ولذلك يتفق الفقهاء المعاصرون المبيحون لشركة المساهمة على أن اثبات اسم الشريك على الصك المثبت للملكية هو الأصل الذي تصان به الحقوق. ويضيف د.

---

(١) المغنى، ٥/٤٥.

(٢) البقرة، الآية ٢٧٥.

(٣) د. مصطفى كمال طه - القانون التجاري، مرجع سابق، ص٧١.

عبدالعزيز الخياط ان الشريك الذي ساهم في الشركة بتقديم حصة فيها له الحق في أن تحمل الصكوك المثبتة لحقه اسمه[1] .

٢ - الأسهم لحاملها:

لما كانت هذه الأسهم كما يفهم من اسمها ملكاً لمن يحملها لذلك اعتبرها القانونيون من قبيل المنقولات المادية التي ينطبق بشأنها قاعدة «حيازة المنقول سند الملكية» وقد ذهب بعض القانونيين الى الثناء على هذا النوع من الأسهم بقولهم عنها «أنها الأداة الرائعة لمبدأ حرية التصرف في الأسهم في شركات المساهمة، وان هذه الأسهم يمكن تداولها بيسر وسهولة إذ يتم التداول ارادياً بمجرد التراضي بين الأطراف ومع ذلك فقد كشف بعضهم النقاب عن سر اصدار هذا النوع من الأسهم فقالوا «أنها تتسم بمزية أخري هي عنصر الخفاء»، وهو مايوفر أكبر سرية لتوظيف الثروات لأنه يقال «الديمقراطية تحب الثروات المستترة»[2]

.La democratie aime les fortunes obsecures.

وممن سبق لهم معالجة مسألة هذه الأسهم من الناحية الشرعية د. عبدالعزيز الخياط والدكتور المرزوقي وانتهيا إلى أن هذه الأسهم باطلة وأنه يجب رد قيمتها الى كل من ساهم فيها أولا، أو استبدالها باسهم اسمية، فإذا لم تفعل الشركة ذلك كانت شركة فاسدة[3] ، وقد كان عمدتهما في عدم جواز اصدار هذا النوع من الأسهم في ضوء الفقه الاسلامي، جهالة المشتري، فمؤدى هذه الجهالة اضاعة الحقوق إذا ماسرقت هذه الصكوك أو فقدت اذ تصبح ملكاً للتقطها إذا ماضاعت ولمغتصبها إذا ماسرقت، اتفاقا مع القاعدة «حيازة المنقول سند الملكية» ورأيا أن في ذلك تضييعاً لحقوق العباد، وضرر واقع بهما، فما افضى الى الخصومة

---

(١) د. عبدالعزيز الخياط، مرجع سابق، ص٢٢٠ ج٢.

(٢) د. صرخوه، مرجع سابق، ص٢٣٠.

(٣) مقالنا بالأهرام الاقتصادي تحت عنوان لا للأسهم لحاملها التي ألغاها القانون تعقيباً على مقال سابق للمستشار محمود فهمي وكذلك عباس السيوفي السمسار ببورصة الأوراق المالية - العدد ١١٧٠ في ١٩٩١/٦/١٧.

والضرر يمنع شرعاً لأن درء المفسدة مقدم على جلب المنفعة، وجهالة المشتري ينتج عنها جهالة أهليته، وقد يكون المساهم، فاقداً للأهلية وفاقد الأهلية لايصح اشتراكه بنفسه[1] .

ومن المعروف أن الأهلية يقصد بها صلاحية الانسان أو الشخص لصدور التصرفات منه على وجه يعتد به شرعاً، وبعبارة أخري هي

---

(١) وتنص المادة ٩٧٧ من القانون المدني المصري على أنه يجوز لمالك المنقول أو السند لحامله إذا فقده أو سرق منه أن يسترده ممن يكون حائزا له بحسن نية وذلك خلال ثلاث سنوات من وقت الضياع أو السرقة فإذا كان من يودع الشئ المسروق أو الضائع في حيازته قد اشتراه بحسن نية في سوق أو مزاد علني أو اشتراه ممن يتجر في مثله فان له أن يطلب ممن يسترد هذا الشئ أن يجعل له الثمن الذي دفعه.

بينما يلزم القانون الفرنسي عند فقد السهم لحامله أو سرقته اجراء مايسمي بالمعارضة، وتعرف المعارضة بأنها اجراء رسمي يقوم به فاقد السهم أو وكيله يعلن فيه الشركة أو الهيئة التي أصدرت السهم الضائع أو المسروق واقعه الفقد ويحذرها في المعارضة بالامتناع عن اعطاء أي شخص قيمة السهم أو مايتصل به من حقوق كالأرباح وغيرها، وبالنسبة للآثار التي تتولد عن هذه المعارضة أمام اتحاد سماسرة السوق، فان هذه المعارضة تستتبعها نشر أرقام الصكوك في الصحيفة الرسمية للمعارضات وهو مايكون عقبة أمام كل تداول أو نقل لعملية الأسهم، وقد ذهبت محكمة الاستئناف المختلطة في مصر (استئناف مختلط ٨ ابريل ١٩٣٤) في حكم لها إلي أنه إذا ما اتبعت الاجراءات القانونية المتعلقة بالمعارضة لدى الشركة فإنه لايكون لصاحب السهم الحق في الحصول على قيمة أسهمه أو قبض نصيبه فى الأرباح التي يدرها إلا بعد خمسة عشر عاماً من تاريخ الاستحقاق.

أما القانون الانجليزي فتمكن قواعد القانون العام فيه حامل السند القابل للتداول أن يقاضي الشركة للمطالبة بحقوقه إذا ثبت تلف سنده ولكن إذا أثبت فقط أنه قد سرق أو فقد نتيجة وضعه في غير موضعه، فلا يكون له مقاضاة الشركة.

ولمالك صكوك الأسهم أن يقاضي الشركة للمطالبة بأرباح الأسهم وإذ كان قد فقد أيضاً كوبوناتها، وأن يطالب باعادة رأسماله اليه متى أصبح واجب الرد غير أنه يكون ملزماً بدفع تعويض للشركة إذا ظهر مشتر لاحق للصكوك الأصلية للأسهم.

ولهذا الأخير أن يطالب الشركة بجميع مادفعته لحامل الصكوك غير الأصلية. وبصدور قانون سوق رأس المال المصرى رقم ٩٥ لسنة ٩٢ لم يعد لحامل السهم لحامله الحق فى الحصول على بدل فاقد اذ تنص المادة ١٢ من اللائحة التنفيذية «الفقرة الثانية» على أنه لا يجوز استخراج بدل فاقد عن الورقة المالية لحاملها المفقودة كما لا يجوز استخراج بدل تالف عن الورقة المالية لحاملها المفقودة كما لا يجوز استخراج بدل تالف عن الورقة المالية لحاملها إلا إذا أمكن التعرف عليها وتحديد معالمها.

ونضيف أنه إذا كان العنصر الأساسي في تكوين الشركة هم الشركاء، وأنه لا محل لقيام الشركة بغير شركاء، فمن غير المتصور أن يكون الشركاء مجهولين لا لبعضهم البعض فقط ولكن حتى للمنظمة التي ينتمون اليها وتخلو سجلاتها من أسماء مساهميها ومن كل مايدل عليهم.

صلاحية الشخص للالزام والالتزام.

وعلى الرغم من وجاهة الأسباب التي ساقها د. الخياط، ووافقه عليها ونقلها عنه د. المرزوقي فاننا لا نأخذ هذا الرأي جملة، ولا نرده كذلك، لعدم اختلافنا معهما فيما انتهيا اليه.

فنحن لانذهب معهما فيما ذهبوا اليه أن هذه الأسهم إذا ماسرقت تصبح ملكاً لمغتصبها وإذا ماضاعت تصبح ملكاً لملتقطها، فمعظم القوانين الوضعية وعلى اختلاف بينها في معالجة هذه المسألة تتيح لمن سرق منه السهم أو السند لحامله أن يسترده ممن أصبح في حيازته وحسبنا أن نشير الى أن المادة ٩٣٩ من القانون المدني الكويتي رقم ٦٧ لسنة ١٩٨٠ تنص على أنه يجوز لمالك المنقول أو السند لحامله أو لصاحب الحق العيني، إذا فقده أو سرق منه، أن يسترده ممن يكون حائزاً له بسبب صحيح وحسن نية وذلك خلال ثلاث سنوات من وقت الفقد أو السرقة.

ان الجهالة في العقود، تجعلها من عقود الغرر، والغرر قد يكون يسيراً وقد يكون فاحشاً، والغرر الفاحش هو ما أدى الى الخصومة والتنازع، والجهالة المحيطة بالمتعاقدين والذين بهم يتم التعاقد، وبهم يتم الايجاب والقبول، وبهم تكون الشركة أو لاتكون، وبهم يتم تعيين مجلس الادارة وعزله، أفمن شك بعد ذلك أن الجهالة المحيطة بهم تعد من الغرر الفاحش المفسد للعقود.

٣ - الأسهم النقدية:

الأصل في عقد الشركة أن تكون حصة الشريك نقدية ولا يعلم في هذه المسألة خلافاً بين الفقهاء ويتفق علماء الشريعة ورجال القانون في أن الشركة تصح بالنقدين، وأما كونها تصح بغير ذلك فموضع خلاف بين المذاهب الفقهية من ناحية، وبين الفقهاء ورجال القانون من ناحية أخرى.

والعقد لا يكون صحيحاً في الشركة إذا لم تدفع الحصة النقدية كاملة عند

العقد فإذا ماكانت هذه الحصة مدفوعة الربع أو النصف فلا ينعقد العقد إلا إذا دفعت قيمة جميع الحصص، لأن من شروط صحة الشركة «أن يكون المال حاضراً حقيقة أو حكماً وقت العقد بينما لايصح أن يكون رأس المال ديناً ولا مالاً غائباً. لأن المقصود من الشركة الربح، ولا يمكن ذلك في الدين ولا في المال الغائب فلا يحصل المقصود[1] .

ويقول د. عبدالعزيز الخياط «أجمع الفقهاء والقانونيون على جواز الشركة بالأثمان المطلقة التي لا تتعين بالتعيين في المفاوضات كالنقدين من الذهب والفضة»[2] ويدخل في حكم الأثمان المطلقة كل نقد مصكوك لا يتعين بالتعيين كالفلوس النافقة (في البلدان التي لاتزال تتعامل بالفلوس) والجنيهات والقروش ومشتقاتها. وقد جعل الفقهاء العلة في جواز عقد الشركة عليهما هو التعامل بهما وأنهما أثمان المبيعات وقيم الأموال، وأنها لاتتعين بالتعيين ولا تتبدل ساعة فساعة حتى تعتبر سلعة.

وحسبنا أن نشير في عجالة الى أقوال بعض الفقهاء المعتبرين في ثبوت الاجماع في هذه المسألة.

قال الإمام تقي الدين السبكي صاحب شرح المهذب، «والذى لا خلاف فيه جواز الشركة بالنقدين»[3] .

وقال صاحب كشف القناع عن متن الاقناع «من شروط الشركة أن يكون رأس المال من النقدين المضروبين لأنهما ثمن المبيعات وقيم الأموال، والناس يشتركون بهما من زمن النبي صلى الله عليه وسلم من غير نكير»[4] .

---

(١) د. الخياط – الشركات في الشريعة الإسلامية، ج٢ ص١٣٩ نقلاً عن الكاساني – بدائع الصنائع ٦٠/٦.

(٢) المرجع السابق، ج١ ص١٠٤. نقلاً عن بدائع الصنائع ٩٥/٥.

(٣) شرح المهذب – تقي الدين السبكي – الطبعة الموجودة بمعهد الدراسات الإسلامية.

(٤) كشف القناع عن متن الاقناع لفقيه الحنابلة الشيخ منصور بن يونس، ج٣ ص٤٩٥.

وقال ابن قدامة الحنبلي «ولا خلاف فى أنه يجوز جعل رأس المال الدراهم والدنانير، فانهما قيم الأموال وأثمان المبيعات»[1] .

وقال صاحب كفاية الأخيار الشافعي «والاجماع على صحتها (أي الشركة) في الدراهم والدنانير[2] .

وقال صاحب نيل الأوطار ان جواز الشركة بالدراهم والدنانير اجماع كما قال ابن بطال، ولكن لابد أن يكون نقد كل منهما مثل نقد صاحبه ثم يخلطا ذلك حتى لايتميز ثم يتصرفا جميعاً[3] .

وقال صاحب كتاب الاجماع «واجمعوا على أن الشركة الصحيحة أن يُخرج كل واحد من الشريكين مالاً مثل صاحبه دنانير أو دراهم ثم يخلطان ذلك حتى يصير مالاً واحداً لايتميز[4] .

٤ - الأسهم العينية:

الحصة العينية في المفهوم الدارج لدى العموم والخصوص وما تتناوله القوانين الوضعية من أحكام وما تشتمل عليه من نصوص يقابلها اصطلاح الاشتراك بالعروض عند سائر فقهاء المسلمين. وقد اختلفوا في جواز الشركة بالعروض، فذهب بعضهم إلى أن الجواز هو رأي الجمهور بينما ذهب آخرون الى أن الاجماع منعقد على عدم جواز الشركة بالعروض.

لذلك رأيت أن أعرض لآراء الفقهاء في مسألة الاشتراك بالعروض وما انتهوا اليه في هذا الخصوص وبالقدر الذي تقتضيه حاجة البحث.

أولاً: الأحناف: قالوا لاتصح الشركة بالعروض مطلقاً ويرون ان اختلاط الأموال

---

(١) المغنى، ج٥ ص١٦ - ١٧.

(٢) كفاية الأخيار في حل غاية الاختصار للإمام أبى بكر بن محمد الحسيني.

(٣) نيل الأوطار للشوكاني، ج٥ ص٢٢٦، مكتبة الدعوة الإسلامية شباب الأزهر.

(٤) الاجماع لابن المنذر، ص٩٥ (دار الدعوة).

في المثليات من العروض يجعلنا أمام شركة ملك[1] .

ثانياً: المالكية: يرون جواز الشركة بالعروض:

قال الدسوقي في حاشيته على الشرح الكبير: «تصح بعين»[2] من جانب وبعرض من آخر[3] وبعرضين من كل واحد عرض مطلقا، اتفقا جنسا أو اختلفا، ودخل فيه ماإذا كان أحدهما عرضا والآخر طعاما واعتبر كل من العرض الواقع في الشركة من جانب أو جانبين بالقيمة، فالشركة في الأولى بالعين وقيمة العرض، وفي الثانية بقيمة العرض. وتعتبر القيمة يوم أُحضر العرض للاشتراك أي يوم عقد الشركة[4] .

وقال ابن عبدالبر في الكافي:

«ووجه الشركة أن يشتركا في جنس واحد من المال دراهم كان أو دنانير أو عروضاً أو طعاماً على اختلاف من قول مالك في الطعام وهذا هو المعمول به»[5].

وقال ابن رشد الحفيد: «واختلفا في الشركة بالعرضين المختلفين والعيون المختلفة، مثل الشركة بالدنانير من أحدهما والدراهم من الأخر والطعام الربوي إذا كان صنفا واحدا، فأما إذا اشتركا في صنفين من العروض، أو في عروض ودراهم أو دنانير، فأجاز ذلك ابن القاسم، وهو مذهب مالك»[6] .

ثالثاً: الشافعية: قال صاحب كفاية الأخيار الشافعي «والاجماع على صحتها

---

(١) الفقه على المذاهب الأربعة - الجزيري - ص٧٨ - ج٣ ط دار الارشاد والتأليف.

(٢) العين هي النقد.

(٣) العرض بسكون الراء ماخالف الثمنين الدراهم والدنانير من متاع الدنيا وأثاثها، وجمعه عروض فكل عرض داخل في العرض (بفتح الراء) وليس كل عرض (بفتح الراء) عرض (لسان العرب لابن منظور).

(٤) حاشية الدسوقي على الشرح الكبير ج٣ ص٣٤٨/٣٤٩ طبعة عيسى الحلبي.

(٥) الكافي في فقه أهل المدينة المالكي - أبي عمر يوسف بن عبدالله أبي مسعود بن عبدالبر النمري القرطبي - ص٣٩٠ - كتاب الشركة - دار الكتب العلمية - بيروت.

(٦) بداية المجتهد ونهاية المقتصد - ابن رشد (الحفيد) - الجزء الثاني - كتاب الشركة ص٢٢٢/٢٢٣ - دار الكتب الحديثة.

في الدراهم والدنانير ويجوز أن تنعقد على مثلي فيصح في القمح والشعير ونحوهما لأن المثلي إذا اختلط بمثله ارتفع التمييز فأشبه النقدين، ولهذا لا تجوز الشركة في المتقومات لعدم تصور الخلط النافي للتمييز ولهذا لو تلف أحد المتقومين أو بعضه عرف، فامتنعت الشركة لذلك»[1] .

وقال صاحب تكملة المجموع «شرح المهذب»: «أما سائر الأموال المتقومات لا تجوز الشركة بها ويجوز في المثلى لأن المثلى إذا اختلط بجنسه ارتفع معه التمييز فأشبه النقدين، وليس المثلى كالمتقوم لأنه لايمكن الخلط في المقومات، فربما تلف أحدهما ويبقي مال الآخر فلا يمكن الاعتداد بتلفه عنهما، وفي المثليات يكون التالف من الخلط تالف عنهما جميعاً»[2] .

رابعاً: الحنابلة: قال صاحب كشف القناع «ولا تصح شركة العنان ولا المضاربة بعرض، ولو كان العرض مثلياً لأن قيمته ربما زادت قبل بيعه فيشاركه الآخر في نماء العين التي هي ملكه ولا تصح الشركة ولا المضاربة بقيمته» (أى العرض)[3] .

وقال صاحب المغنى: «فأما العروض فلا تجوز الشركة بها في ظاهر المذهب، نص عليه أحمد في رواية أبي طالب وحرب وحكاه عنه ابن المنذر، وكره ذلك ابن سيرين ويحيى بن أبي كثير والثوري والشافعي واسحاق وأبو ثور وأصحاب الرأي لأن الشركة إما أن تقع على أعيان من العروض أو قيمتها ولا يجوز وقوعها على أعيانها. قال وعن أحمد رواية أخرى أن الشركة والمضاربة تجوز بالعروض، وقال الأثرم، سمعت أبا عبد الله يسأل عن المضاربة بالمتاع قال جائز، وظاهر هذا صحة الشركة بها، قال صاحب المغنى، اختار هذا أبوبكر وأبو الخطاب وهو قول مالك وابن أبي ليلى وبه قال في المضاربة طاووس والأوزاعي وحماد بن أبي سليمان، لأن

---

(١) كفاية الأخيار - ج١ ص٢٨٠ عيسى الباب الحلبي - مرجع سابق.

(٢) تكملة المجموع - شرح المهذب للإمام تقي الدين السبكي - مرجع سابق.

(٣) كشف القناع عن متن الاقناع لفقيه الحنابلة الشيخ منصور بن يونس، ج٣ مكتبة النصر الحديثة بالرياض - ص٤٩٥.

مقصود الشركة جواز تصرفهما في المالين جميعاً، ويجب أن تصح الشركة والمضاربة بهما كالأثمان»[1] .

الظاهرية: قال ابن حزم «فان أخرج أحدهما ذهباً والآخر فضة أو عرضاً أو ماأشبه ذلك لم يجز أصلاً إلا بأن يبيع أحدهما عرضه أو كلاهما حتى يصير الثمن ذهباً فقط أو فضة فقط ثم يخلطا الثمن كما قدمنا، قال ولا تجوز الشركة إلا في أعيان الأموال»[2] .

الزيدية: قال صاحب البحر الزخار: «ولا تصح (أى الشركة) بالعروض لتأديته إلى استبداد أحدهما بالربح لغلاء أو رخص وهو خلاف موضوعها»[3] .

وقال صاحب نيل الأوطار: «واختلفوا أيضاً هل تصح الشركة في غير النقدين فذهب الجمهور إلى الصحة في كل مايمتلك وقيل يختص بالنقد المضروب والأصح عند الشافعي اختصاصها بالمثلى، والأصل الجواز في جميع أنوا ع الأموال، فمن ادعى الاختصاص بنوع واحد أو بأنوا ع مخصوصة ونفى جواز ماعداها فعليه بالدليل[4] .

وقال صاحب كتاب الاجما ع «واجمعوا على أن الشركة بالعروض لاتجوز وانفرد بن أبي ليلى فقال تجوز»[5] .

ورغم ماحكاه ابن المنذر إلا أن الثابت أن ثمة اختلاف في الرأي عند الفقهاء، وفي ذلك مستمسك لمن قال بالجواز أو عدمه ونحن نميل الى الأخذ برأي المالكية بجواز الشركة بالعروض لأنها أكثر وفاءً بحاجة المجتمع وحافزاً على قيام الشركات واندماج وحدات الانتاج، وفى ذلك مصلحة راجحة لنماء المجتمعات

---

(١) المغنى لابن قدامه - مرجع سابق - ج٥ ص١٦، ١٧ مكتبة الجمهورية.

(٢) المحلى لابن حزم الأندلسي ج٨ مسألة ١٢٤٢ ص١٢٥ - أحكام الشركة - دار التراث.

(٣) البحر الزخار - الجامع لمذاهب الأمصار للإمام أحمد بن يحيى المرتضي.

(٤) نيل الأوطار للشوكاني ج٥ كتاب الشركة والمضاربة ص٢٦٥ - مكتبة الدعوة الاسلامية.

(٥) الاجما ع لابن المنذر - مرجع سابق.

الاسلامية، وان كنا نميل إلي رأي المالكية فاننا نستهدي بما جاء في الحديث الشريف عن خير البرية والذي روته عائشة رضي الله عنها «ماخير رسول الله صلى الله عليه وسلم بين أمرين إلا أخذ أيسرهما مالم يكن إثما، فان كان إثماً كان أبعد الناس عنه» رواه الشيخان[1] .

وليس في رأي المالكية مايصادم نصاً شرعياً، وإنما هو اختلاف في التأويل ويعززه ماجاء فى رواية عن أحمد، وفضلاً عن ذلك فهو عمل أهل المدينة على ساكنها أفضل الصلاة والسلام.

٥ - الأسهم العادية:

لما كانت الأسهم العادية لاتخول لحاملها أى حق ذي طبيعة خاصة ولا يتقرر لها امتياز خاص على غيرها من الأسهم سواء عند توزيع أرباح الشركة، أو عند قسمة صافي موجوداتها أو عند التصويت في الجمعيات العامة للمساهمين، ومقتضى ذلك استواء حاملي الأسهم العادية في الحقوق والواجبات، ومن ثم تكون هذه الأسهم قد سلمت مما قد يشوبها أو يعيبها أو يجعلها موضع شبهة مالم تكن الشركة المصدرة لهذه الأسهم تتعامل بالربا أخذاً أو عطاءً، أو في المحرمات بيعاً أو شراءً، فإذا خلت من هذه المفاسد، تعين القول بجوازها، وإلى هذا الرأي ذهب جميع الفقهاء المعاصرون إذا ماأسقطنا من اعتبارنا الآراء الشاذة القاضية ببطلان شركات المساهمة جملة وتفصيلاً.

٦ - الأسهم الممتازة:

عرضنا في الصفحات المتقدمة لطبيعة وخصائص الأسهم الممتازة والحقوق التي تخولها لحامليها والتي يتميزون بها على أقرانهم من المساهمين فى الأسهم العادية، ونتناول فيما يلي الحقوق والمزايا التي أنيطت بهذه الأسهم مع إبانة الحكم الشرعى فى كل مفردة منها على حده.

---

(١) اللؤلؤ والمرجان فيما اتفق عليه الشيخان - فؤاد عبدالباقي ص٥٠١ والرواية بلفظ البخاري - كتاب المناقب - باب صفة النبي صلى الله عليه وسلم.

١ - دخول العائد المدفوع لأصحاب هذه الأسهم فى عموم الربا:

لما كانت الحصة التي يتقرر صرفها لأصحاب الأسهم الممتازة والتي تقتطع من الفائض القابل للتوزيع قبل اجراء أية توزيعات على المساهمين في الأسهم العادية لاتخرج عن كونها فائدة ثابتة على رأس المال، يتحدد سعرها سلفاً كنسبة مئوية من القيمة الاسمية لهذه الأسهم[1] لذلك فانها تدخل في عموم الربا المحرم شرعاً، ولا يعلم في هذه المسألة خلافا بين الفقهاء المعاصرين، ولا يلتفت الى أصحاب الآراء الشاذة التي تخالف الاجماع. وحسبنا أن نشير الى ماذكره ابن المنذر في اجماعاته عن المضاربة - وهي أحد فروع الشركات - بقوله: وأجمعوا على ابطال القراض الذي يشترط أحدهما أو كلاهما لنفسه دراهم معلومة[٢] .

٢ - حقوق الأولوية:

تناولنا بالتفصيل حقوق الأولوية والأفضلية التي تخولها هذه الأسهم لأصحابها سواء من حيث حصول المساهمين في هذه الأسهم على حصة أولى في شكل فائدة على رأس المال ولو استغرقت هذه الحصة الربح المحقق جميعه ولم يبق لأصحاب الأسهم العادية شيئا ليتم توزيعه عليهم، أو من حيث حصول المساهم في الأسهم الممتازة على حصتين الأولى فى شكل فائدة ثابتة على رأس المال والثانية مشاركة لباقي المساهمين أصحاب الأسهم العادية فيما يتبقى من أرباح توزع على أصحاب الأسهم جميعا؛ عادية وممتازة أو من حيث حصول المساهمين في الأسهم الممتازة على حصص ثابتة من الربح ومتجمعة عن السنوات التي حققت فيها الشركة عجزاً أو خسارة متى أصبح بوسع الشركة أداء الفوائد المستحقة لهذه الأسهم عن السنوات السابقة، أو من حيث حصول أصحاب الأسهم الممتازة على حق الأولوية في استئداء قيمة الأسهم الاسمية من صافي موجودات الشركة إذا ماقتضى

---

(1) Dividends on perfered stock are stated as a percentage of par value "Fredrick Amling op. cit. p. 142.

(٢) الاجماع لابن المنذر - مرجع سابق - كتاب المضاربة.

الأمر تصفيتها وما يتبقى عنهم يوزع على أصحاب الأسهم العادية.

ولما كانت هذه الصور جميعاً تنبني على الغبن الفاحش والتمييز المقيت بين الشركاء في الشركة الواحدة دون مقتضى لذلك كعمل أو خبرة أو جهد تنتفع به الشركة ويتميز به هؤلاء علي أقرانهم رغم أن ذلك أيضاً ليس مسلماً به عند أغلب فقهاء المذاهب، إلا أن المؤيدين لاصدار هذه الأسهم ذهبوا الى القول بأن الضرورات العملية قد تغلبت على الاعتبارات النظرية (الأخلاقية) التي تقضي بإعمال مبدأ المساواة بين المساهمين.

ولما كانت الشركة معقودة على المال دون العمل فمن شرط صحتها أن يكون الربح والخسران على قدر أموال الشركاء، وليس للشركاء أن يتفاضلوا في الربح، والى هذا ذهب الإمام مالك والإمام الشافعي[1] وقد ذكر أيضاً صاحب الفقه على المذاهب الأربعة أن الربح والخسارة عند المالكية يشترط فيه أن يكون بحسب نسبة المال فلا يصح لأحدهما أن يأخذ أكثر من نسبة الذي دفعه، وعند الشافعية يشترط أن يقسم الربح والخسارة علي قدر المالين سواء تساوى الشريكان في العمل أو تفاوتا[2] .

وقد نهى الشرع الاسلامي عن التمييز أو التفضيل بين المتماثلين، وقد روى مسلم في صحيحه عن النعمان بن بشير قال: «انطلق بى أبى يحملني إلي رسول الله صلى الله عليه وسلم فقال يارسول الله اشهد أني قد نحلت النعمان كذا وكذا من مالي فقال اكُل بنيك قد نحلت مثل النعمان، قال لا، قال: فأشهد على هذا غيرى - فاني لا أشهد على جور»[3] .

ومما ورد في الأثر أن رسول الله صلى الله عليه وسلم كان في سفر فأمر باصلاح شاة فقال رجل يارسول الله عليَّ ذبحها، وقال آخر عليَّ طبخها، فقال

---

(١) المغنى لابن قدامة، ج٥ ص٣١.

(٢) الفقه على المذاهب الأربعة للجزيري، ج٣ ص٨٢ - ٨٤ دار الارشاد للتأليف والنشر.

(٣) صحيح مسلم بشرح النووي - المطبعة المصرية ومكتبتها ج١١ ص٦٨.

رسول الله صلى الله عليه وسلم وعليٌّ جمع الحطب، فقالوا يارسول الله نحن نكفيك، فقال قد علمت أنكم تكفونني ولكن أكره أن أتميز عليكم فإن الله يكره من عبده أن يراه متميزاً عن أصحابه وقام فجمع الحطب(١) .

٣ - حق التصويت:

ومن الحقوق غير المالية حق التصويت وبمقتضاه يكون لأصحاب الأسهم الممتازة حق التصويت بأكثر من صوت واحد للمساهم الواحد، وأيضاً وعلي النقيض من ذلك قد يحرم أصحاب الأسهم الممتازة من التصويت مطلقاً مقابل حصولهم على بعض المزايا الأخرى.

ومن عجب أن بعض البلاد الإسلامية ومنها مصر والتى يقضى دستورها فى المادة ٤٠ من الدستور «المواطنون لدى القانون سواء، وهم متساوون فى الحقوق والواجبات العامة بلاتمييز بينهم تبيح إصدار الأسهم الممتازة والتى تقوم على التمييز والطبقية بين المساهمين المتماثلين. فقد رخص القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ الشركات فى تقرير بعض الامتيازات لبعض أنواع الأسهم فى التصويت أو الأرباح أو ناتج التصفية.

ولما كان التصويت هو إعلان المساهم لارادته التى انعقدت على رأى معين فإن مقتضى ذلك أن يكون هناك إرادة وأن يتم التعبير عن هذه الإرادة بالرأى.

ولما كان للفرد فى الشريعة الإسلامية اهلية للأداء وهى أهلية المعاملة بمعنى أن يكون الشخص صالحا لاكتساب حقوق من تصرفاته وانشاء حقوق لغيره بهذه التصرفات ومناط هذه الاهلية هى العقل وأهلية للوجوب وهى صلاحية الانسان لوجوب الحقوق المشروعة له أو عليه من غير أن يكون اهلا للمعاملة ولا لإنشاء العقود والتصرفات والتزامها ومناط هذه الأهلية وجود الانسان وهى مبنية على الذمة، والذمة فى الاصطلاح عبارة عن وصف يصير به الانسان اهلا لما له وما عليه.

---

(١) سيرته صلي الله عليه وسلم لتقي الدين التميمي - هجر للطباعة والنشر.

وحيث قد استبان لنا أن أهلية الأداء هى أهلية المعاملة وصلاحية الشخص للأداء وأساسها التمييز بالعقل، ولما كان من صور الأداء اعلان الإرادة كالتصويت فى الجمعية العامة لشركة مساهمة.

ولما كان لكل مساهم إرادة واحدة، يعبر عنها فى المسألة الواحدة، لذلك يكون له رأى واحد وليس عدد من الأصوات بقدر عدد أسهمه لأن الذى يدلى بالتصويت هو المساهم وليس الأسهم[1].

أسهم التمتع

قدمنا في تعريفنا لأسهم التمتع انها الاسهم التى تعطى للمساهم الذى استهلكت اسهمه فى رأس المال أثناء حياة الشركة، وأنه يقصد باستهلاك السهم قيام الشركة بدفع قيمته الاسمية أثناء حياتها ودون انتظار لتصفيتها أو انتهاء أجلها.

والأصل أن الأسهم لاتستهلك طالما ان الشركة باقية علي قيد الحياة وذلك بحسبان ان السهم يمثل حصة الشريك فمن حق الشريك البقاء فى الشركة ولايمكن اجباره على الخروج منها ولذلك فإن استهلاك الأسهم يعد خرقاً للقاعدة العامة، وهو ما يلزم أن ينص عليه النظام الأساسى للشركة.

غير أن الشركات قد تلجأ لهذا الأسلوب فى حالات استثنائية، كما لو كانت من شركات الامتياز كالغاز والنور، واستغلال المناجم والتى تصبح موجودات الشركة فى نهايتها مملوكة لصاحب الامتياز دون مقابل، فإن لم تلجا الشركة إلى استهلاك اسهمها أثناء حياتها كان من المستحيل حصول المساهمين على شىء ما عند انقضائها، ومن ثم لاتكون لأسهم الشركاء قيمة عند انقضائها. هذا كما قد تكون موجودات الشركة قابلة للزوال أو مما يهلك بالاستعمال كالسفن

---

(١) من بحث للمستشار ياقوت العشماوى عن التصويت فى شركات المساهمة فى الشريعة والقانون – مجلة البنوك الإسلامية – العدد التاسع والستون – ١٩٨٩.

والطائرات الأمر الذى قد يستحيل معه على المساهمين الحصول على قيمة اسهمهم عند نهاية أجل الشركة[1].

وقد تنبهت بعض التشريعات إلى أن إستهلاك الأسهم قبل انقضاء حياة الشركة وإصدار أسهم تمتع للمساهمين الذين استهلكت أسهمهم تخول لهم الاستفادة بجميع الحقوق التى يستفيد منها أصحاب الأسهم العادية ماعدا استرداد قيمة السهم العادية عند تصفية الشركة والتى سبق لهم الحصول على قيمتها يخل بمبدأ العدالة بين المساهمين فى الشركة، فقرر الشارع الفرنسى صراحة فى المادة ١/٢٠٩ ان تتم عملية استهلاك الأسهم على نحو تراعى معه المساواة والتى يجب أن تسود بين جميع المساهمين أى المساواة فى الحقوق وتحمل الالتزامات بين الشركاء فى نوع واحد من الأسهم.

وتفصيلاً لذلك فإنه إذا ما تم تصفية الشركة بانتهاء أعمالها أو بانتهاء أجلها فإننا نكون هنا أمام عدة افتراضات أو احتمالات:

الأول: قيام الشركة باستهلاك بعض اسهمها أثناء حياتها دون البعض الآخر.

الثانى: ان كافة أصول الشركة فى تاريخ التصفية قد لاتكون كافية للوفاء بالتزاماتها قبل الغير.

الثالث: أن يكون نصيب السهم غير المستهلك من ناتج التصفية متفاوتاً تفاوتاً كبيراً - سلباً أو ايجاباً - عن قيمة السهم الاسمية التى استردها المساهم أثناء حياة الشركة. وذلك يتوقف على حجم التراكمات الرأسمالية التي تكونت خلال حياة الشركة فى شكل احتياطيات تمثل الفوائض غير الموزعة على المساهمين والتى هى فى حقيقتها حق خالص لجميع الشركاء الذين استهلكت اسهمهم .

ولما كان مؤدى ذلك جميعه الاخلال بمبدأ المساواة بين الشركاء فى الشركة الواحدة، وأن الشركة إذا فعلت ذلك فتكون قد خصت طائفة ببعض المزايا دون

---

(١) د.يعقوب صرخوه - مرجع سابق ص ١٢٧.

مقتضى، وغبنت طائفة أخرى دونما مقتضى أيضا، وفى ذلك ظلم واجحاف ببعض الشركاء وقد نهى رب العزة سبحانه وتعالي عن الظلم وجعله من المهلكات فقال سبحانه وتعالى ﴿وكذلك أخذ ربك إذا أخذ القري وهي ظالمة ان أخذه أليم شديد﴾(١)

وقال جل شأنه ﴿ولاتحسبن الله غافلاً عما يعمل الظالمون إنما يؤخرهم ليوم تشخص فيه الأبصار﴾(٢)

وقال تعالى ﴿وسيعلم الذين ظلموا أي منقلب ينقلبون﴾(٣).

وقال تعالى ﴿ولو يؤاخذ الله الناس بظلمهم ما ترك عليها من دابة﴾(٤).

وقال تعالى ﴿ومن يفعل ذلك عدواناً وظلماً فسوف نصليه ناراً﴾(٥)

وقال تعالى ﴿إنه لايفلح الظالمون﴾(٦)

وفى الحديث القدسى الذى رواه الصادق المصدوق عن رب العزة سبحانه تعالى «ياعبادى إنى حرمت الظلم على نفسى وجعلته بينكم محرماً فلا تظالموا»(٧).

وقال رسول الله ﷺ «إن الله ليملى للظالم حتى إذا أخذه لم يفلته»(٨).

وقال ﷺ «واتق دعوة المظلوم فإنه ليس بينها وبين الله حجاب»(٩).

---

(١) سورة هود الآية ١٠٢.

(٢) سورة إبراهيم الآية ٤٢.

(٣) سورة الشعراء الآية ٢٢٧.

(٤) سورة النحل الآية ٦١.

(٥) سورة النساء الآية ٣٠.

(٦) سورة الانعام الآية ٢١.

(٧) رواه مسلم فى صحيحه من حيث طويل عن أبى ذر وذكره فى باب تحريم الظلم صحيح مسلم بشرح النووى.

(٨) رواه البخارى ومسلم بالاتفاق من حديث أبى موسى واخرجه البخارى فى كتاب التفسير انظر اللؤلؤ والمرجان والحديث (١٦٦٨).

(٩) رواه البخارى ومسلم بالاتفاق من حديثه ﷺ إلى معاذ بن جبل انظر رياض الصالحين للنووى والكبائر للذهبى؟

وهذا أحدهم ينشد:

لاتظلمن إذا مــا كنت مــقــتــدرا　　فــــالظلم آخـــــره ياتيك بالندم
تنام ملء عــينيك والمظلوم منتــبــه　　يدعــــــو عليك وعين الله لم تنم

لذلك فإن ما انتهينا إليه هنا، ونرى أنه لايعارض نصا ولادليلاً قطعياً هو أن يتم استهلاك الأسهم لجميع الشركاء (المساهمين) دفعةواحدة أو على دفعات متتالية بنسبة معينة من جملة ما يمتلكه كل شريك، ودونما تمييز بين طائفة وأخرى، وهذا المسلك من شأنه رفع الحرج عن الشركة ان هى اضطرت إلى ذلك عملاً بقوله تعالى ﴿**وما جعل عليكم في الدين من حرج**﴾[1] وفى ذلك تحقيق لمصالح الشركاء واصابة لمقاصد الشريعة الإسلامية واحكامها ومنها اقامة العدل الذى أمر به الله سبحانه وتعالى فقال فى كتابه العزيز ﴿**إن الله يأمر بالعدل والاحسان**﴾[2].

(١) سورة الحج الآية ٧٨.
(٢) سورة النحل الآية ٩٠.

المبحث الثاني

صكوك السندات

السندات :Bonds

قدمنا فى مبحث سابق أن مسألة اختيار أسلوب التمويل تعد من أهم المسائل التى تحظى باهتمام الادارة المالية نظراً لما تنطوى عليه من امور حيوية تتعلق بمستقبل المنشأة وحقوق المساهمين ومقدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها، فضلاً عما ينطوى عليه هذا الأسلوب أو ذلك من تصحيح أو تشويه للهياكل التمويلية وهياكل رأس المال.

ولما كانت السندات التى تلجا الى إصدارها الشركات وأحيانا الحكومات ومختلف الهيئات من أبرز الأدوات المالية Financial Instruments التى يقدمها الغربيون على سائر البدائل بما فيها الأسهم العادية(١)، اذا ما رغبت تلك الشركات فى زيادة مواردها المالية تسليما للمفاهيم التى أفرزتها نظرية الرافعة المالية Financial Leverage وتلك الافتراضات التى يروجون لها ولم تثبت صحتها.(٢) فلا غرو أن تحاكى معظم دول العالم الثالث بما فيها بعض الدول الاسلامية هذا الفكر فساروا على دربهم ونهجوا واهتدوا بهديهم.

ونظراً لأن الفائدة التي تغلها السندات يتم استقطاعها من الأرباح المحققة وصولاً للوعاء الخاضع للضريبة فيما اصطلح عليه الغربيون أنها Tax deducta-ble فان مؤدى ذلك انخفاض تكاليف التمويل، وكان ذلك احد الأسباب التى دفعت أنصار هذا الفكر الى التشبث بأفضلية التمويل عن طريق الدين.

---

(1) The single important source of Funds for corporations is debt security --- Investments, op. cit, pp. 114-115.

(2) The decision to Finance part of long term capital requirments with debt is a decision to utilise financial leverage. (ch.3-the firms Finaneing decision-financial management (Archer choate op. cit. p. 80).

فاذا ما أضفنا الى ذلك أن لأسواق السندات فى الدول الغربية ثقل خاص فى ميزان التعامل وأن ٨٠٪ من الأوراق المالية المصدرة عام ١٩٧٦ فى الولايات المتحدة الامريكية كانت من السندات[1] فلا غرو أن توجد لهذه السندات اسواق دائمة فكان ذلك سبباً آخر لايثار التمويل عن طريق الدين وبالتالى تفضيل السندات على غيرها من الأدوات المالية[2].

وفضلاً عما تقدم فان المتحمسين للتمويل من خلال الدين يرون أن بيع السندات وتسويقها أقل كلفة من سائر الأدوات المالية الأخرى.

طبيعة السند: هو صك مديونية وليس صك مشاركة أو ملكية يدر فائدة سنوية ولا يرتبط بما تحققه الجهة المصدرة له من أرباح او خسائر، وللسندات آجال محددة تلتزم الجهة المصدرة بسداد قيمتها خلالها. والسندات وسيلة من وسائل الحصول على التمويل الخارجى طويل الآجل وذلك اذا لم تلجأ الجهة المصدرة الى زيادة راس المال واصدار اسهم جديدة[3].

تعريف السند: لعل اكثر التعريفات دقة تلك التى تناولها فقهاء القانون فى مراجعهم والتى نختار منها:

١- السند صك قابل للتداول يثبت حق حامله فيما قدمه من مال على سبيل القرض للشركة وحقه فى الحصول على الفوائد المستحقة واقتضاء دينه فى الميعاد المحدد لانتهاء مدة القرض.[4]

٢ - السند هو الصك الذى يثبت دين الشركة أمام المقترض ويكون قابلاً للتداول

---

(1) Bonds represented almost 80 percent of all New issues of securities sold in May through sep 76. (Fredrich Amlig. op. cit p. 115).

(2) The second major reason for the issuence of debt securities is the ready market that exists for them (Fredrick Amling op. cit. p. 115).

(٣) د. منى عيسى العيوطى - رسالة دكتوراه - مرجع سابق.

(٤) د. أبو زيد رضوان - شركات المساهمة وفقاً لأحكام القانون رقم ١٥٩ لسنة ٨١ مرجع سابق.

بالطرق التجارية بحسب الشكل الذى يتخذه، فإذا كان اسميا فانه ينتقل بالقيد فى دفاتر الشركة. أما إذا كان السند لحامله فانه ينتقل بالتسليم[1].

٣ - السندات هى صكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول تمثل قرضاً طويل الأجل يعتمد عن طريق الاكتتاب العام[2].

والتعريفات المتقدمة لا تغنى احداها من الأخرى، اذ تناول كل منها جانبا لم تتناوله التعريفات الأخرى، ولذلك فان التعريف الذى نختاره هنا هو ما كان جامعاً لكافة التعريفات المتقدمة والذى يمكن ان نتناوله على الوجه التالى : -

«السندات صكوك متساوية القيمة تمثل ديونا فى ذمة الشركة التى أصدرتها، وتثبت حق حاملها فيما قدموه من مال على سبيل القرض للشركة وحقهم فى الحصول على الفوائد المستحقة دونما ارتباط بنتائج أعمالها ربحا كانت أو خسارة، واقتضاء قيمة الدين المثبتة على الصكوك فى مواعيد استحقاقها وتكون هذه الصكوك قابلة التداول بالطرق التجارية، فينتقل السند بطريق القيد فى الدفاتر التجارية ان كان اسميا وبالتسليم للمشترى ان كان لحامله».

خصائص السندات

وللسندات خصائص تتميز بها عن غيرها من صكوك الديون العادية وأهمها :

١ - قرض السندات قرض جماعى، فالشركة لا تتعاقد مع كل مقرض على حدة ولكن مع مجموع المقترضين[3].

٢ - قرض السندات يكون غالبا لمدة طويلة تتراوح بين عشر سنوات وثلاثين سنة.

٣- السند كالسهم قابل للتداول فهو اما يكون اسميا فتنتقل ملكيته بطريق القيد فى سجلات الشركة او لحاملة فتنتقل ملكيته بطريق التسليم.

---

(١) د. محمود سمير الشرقاوى - الشركات التجارية فى القانون المصرى سنة ١٩٨٠ مرجع سابق.
(٢) د. مصطفى كمال طه - مرجع سابق ص ٩١.
(٣) المرجع السابق ص ٩٢.

وجوه الاختلاف بين الأسهم والسندات

تناولنا خلال هذا المبحث كما تناولنا خلال المبحث السابق التعريف بالأسهم والسندات وطبيعة وخصائص كل منهما، كل فى مبحث مستقل الا أن ذلك لا يغنى عن بيان وجوه الاختلاف بين الأسهم والسندات والتى يمكن ايجازها فيما يلى:

١- السند جزء من قرض أى أنه دين فى ذمة الشركة، والعلاقة بين حامل السند والشركة هى علاقة الدائن بالمدين، بينما السهم جزء من راس مال الشركة ولذلك فإن حامله شريك ويمكن تصوير علاقة الشركة بحامل السند، وحامل السهم، بأن حامل السند صاحب حق ضد الشركة بينما حامل السهم صاحب حق فى الشركة[1].

٢ – لحامل السند فضلا عن حقه فى استرداد قيمة الصك كاملة فى ميعاد استحقاقه حق اقتضاء فوائد ثابتة من الشركة سواء حققت الشركة ارباحا او لم تتحقق، فاذا اخفقت الشركة ولم تتمكن من الوفاء بالتزاماتها، وتوقفت عن سداد الفوائد المستحقة عليها اعتبرت من الناحية الفنية معسرة insolvent، وبمقتضى القانون مفلسة[2] اما حامل السهم فيحصل على عائد متغير يرتبط بنتائج اعمال الشركة ايجابا وسلباً.

٣- ليس لحامل السند باعتباره دائناً اى حق فى التدخل او الاشتراك فى ادارة الشركة وسيرها باعتباره اجنبيا عنها، اما حامل السهم فله بصفته شريكا حق الاشتراك فى ادارة الشركة والرقابة على هذه الادارة من خلال الجمعيات العامة للمساهمين والتى له حق التصويت فيها.

٤- لحامل السند ضمانا عاما على اموال الشركة فلا يسترد اصحاب الأسهم قيمة أسهمهم عند حل الشركة وتصفيتها الا بعد الوفاء بقيمة السندات والفوائد

(١) د. أبو زيد رضوان مرجع سابق من ص١٣٢.

(٢) تنص المادة ١٩٤ من قانون التجارة بأن كل تاجر توقف عن دفع ديونه يعتبر فى حالة الافلاس، ويلزم إشهار إفلاسه بحكم يصدر بذلك.

المستحقة وكافة ديون الشركة، بينما حامل السند بعيد عن خطر المشاركة ، فاذا افلست الشركة تأذى حامل السند باعسارها لأنه يشترك مع بقية الدائنيين.

٥- يمكن ان يصدر السند بأقل من قيمته الاسمية أى بخصم إصدار بينما لا يمكن إصدار السهم باقل من قيمته الاسمية.

٦- يتم استهلاك السندات فى نهاية المدة المحددة للقرض أو خلالها وفقا لما تقضى به نصوص اصدار القرض ونشرة الاكتتاب، بينما لا يجرى علي الأسهم ما يجرى على السندات فلا تستهلك وتظل قائمة بقيام الشركة.

٧- ليس هناك ميعاد لتوزيع الأرباح على المساهمين فان ذلك رهن بانعقاد الجمعية العامة للمساهمين والمصادقة على الميزانية والحسابات الختامية للشركة بينما تدفع الفائدة على السندات فى ميعاد دورى محدد ومبين على الكوبون المرفق بالسند.

أنواع السندات:

يمكن تصنيف السندات من حيث طبيعة الضمان المقدم للدائنين أو وفقاً للطريقة التى تدفع بها الفائدة، أو الشروط التى يسدد بها رأس مال القرض، أو حسب القرض الذى أصدرت من أجله أو وفقا للعملة التى تدفع بها او المنظمة التى اصدرتها الي غير ذلك[1] ومع هذا فان جميع السندات علي اختلاف اشكالها يمكن ان تندرج تحت نوعين أساسيين:-

١- سندات حكومية.

٢- سندات شركات

أولا السندات الحكومية:-

لما كانت السندات الحكومية تشترك والسندات غير الحكومية فى خصائص

(١) معجم مصطلحات الاقتصاد والمال وادارة الأعمال نبيه غطاس ص٦٦

واحدة إلا أنها تختلف عنها من حيث كونها مضمونه من الحكومة، لذلك فانه يمكن تعريفها بأنها صكوك متساوية القيمة تمثل دينا «مضموناً» فى ذمة الحكومة، وهى تغل عائداً غالباً ما يكون ثابتاً ولها آجال محددة ومعلومة ويتم طرحها للاكتتاب العام وتداولها بالطرق التجارية.

ثانيا سندات الشركات:-

دأب فقهاء القانون وشراحه على تقسيم هذه السندات إلى خمسة أو ستة أنواع باعتبارها الأكثر شيوعا، وسوف نتناول هذه الأنواع ثم نعرج إلى غيرها من أنواع السندات التى تتفرع عنها، والتى تعرفها وتتعامل عليها المجتمعات الغربية ويقل أو يندر التعامل عليها فى مصر أو الدول العربية.

١ - السندات العادية:-

وهى السندات التى تصدر بقيمة إسمية محددة يدفعها المقرض عند الاكتتاب ويستردها كاملة فى تاريخ الاستحقاق ويحصل خلال مدة القرض على فوائد ذات معدلات ثابتة منسوبة إلى قيمتها الاسمية.

٢ - سندات بخصم إصدار:- Deep Discount Bonds

وهى تلك التى تصدر بأدنى من قيمتها الاسمية إلا أن الشركة المصدرة تلتزم بدفع القيمة الاسمية كاملة عند الوفاء بقيمة السند ويطلق على الفرق بين القيمة الاسمية، وما تم تحصيله من صاحب السند «علاوة الوفاء» وذلك علاوة -على الفائدة الثابتة والتى لا تدفع بصفة دورية وإنما يتم دفعها جملة واحدة فى نهاية مدة القرض وغالبا ما تكون نسبتها أدنى عنها فى السندات العادية(١) وقد عرفت أحد المعاجم الأجنبية هذه السندات على الوجه التالى:

Discount bond:- A bond Sold at a price less than its face value

(١) د. محمود سمير الشرقاوى - مرجع سابق وبشىء من التصرف.

at maturity, Interest is payable not annually, but in one Sum at maturity.(1)

٣- السندات ذات النصيب:

السند ذو النصيب سند عادى يصدر بالقيمة الاسمية ويغل فائدة ثابتة يقل سعرها عادة عن أسعار الفائدة السائدة فى أسواق النقد، والعوائد المالية المتاحة أيضا فى أسواق رأس المال.

وتقوم الشركات المصدرة لهذا النوع من السندات بإجراء سحب دورى عليها حيث تمنح السندات الفائزة جوائز مالية متفاوتة القيمة ويستخدم الفرق بين سعرى الفائدة «المدفوع والمتاح» فى الوفاء بقيمة هذه الجوائز.

ولا تلجأ الشركات المصدرة لهذا النوع من السندات إلى إستهلاكها دفعة واحدة لما ينطوى عليه هذا الأمر من ضغط على سيولة الشركة أو تجميد لبعض وجوه الاستثمار التى قد تعتزم الشركة القيام بها، لذلك تقوم الشركات المصدرة لهذه السندات باستهلاكها على فترة زمنية طويلة قد تصل إلى أربعين عاما، وذلك من خلال السحب السنوى عليها، ومن أمثلة هذا النوع من السندات فى مصر سندات البنك العقارى المصرى ٣٪ ١٩٥١والتى تمتد فترة استهلاكها إلى عام ٢٠٠١م(٢).

٤- السندات ذات الضمان الشخصي أو العيني:

وهى سندات تصدر بقيمتها الاسمية كالسندات العادية وتخول صاحبها الحق فى الحصول على فوائد ثابتة إلا أنها تتميز عليها من حيث كونها مضمونة بضمان شخصى أو عينى لصالح أصحاب السندات كما هو الحال إذا ما ضمنت الحكومة أو أحد البنوك أو الشركات هذه السندات أو تقرر لحملة السندات رهن رسمى على

---

(1) Longman Dic. of Business English, Jack ADAM. P. 61

(٢) يرجع إلى صورة الصك «ملحق رقم ٧».

عقارات وموجودات الشركة(١).

٥- السندات القابلة للتحويل:-

وهذه السندات تصدرها الشركات كما قد تصدرها الحكومات، وكما يستدل من عنوانها فإنها قد تكون قابلة للتحويل إلى أسهم، وقد تكون قابلة للتحويل إلى سندات، وقد تجمع بين هاتين المزيتين فتكون قابلة للتحويل إلى أسهم أو سندات، ولذلك فليس بمستغرب أن تختلف التقسيمات وتتباين التعريفات التى تناولها علماء التمويل والاستثمار والتى يمكن الجمع بينها على الوجه التالى:-

- سندات قابلة للتحويل إلى أسهم:-

وهى تلك السندات التى تخول لحامليها الحق فى أن يستبدلوا بها عددا من الأسهم العادية التى تصدرها الشركة إذا ما رغبوا فى ذلك.

Convertible bonds Contain a special provision permitting the owners to exchanage them for a stated number of shares of the Firms common stock at the discretion of the investors[2].

وغالبا ما تعطى للمساهمين فى الشركة الحق فى أولوية الاكتتاب فى هذه السندات ويفضلها كثرة من المستثمرين خاصة إذا كانت الشركة المصدرة لها من النوع الذى ينمو بمعدلات عالية، إلا أن تلقى هذه السندات بالقبول من جانب المستثمرين والذى يترتب عليه تحولهم من دائنين للشركة إلى مساهمين فيها يتوقف على عدد من المسائل والتى من أهمها:

---

(1) Most secured bonds are backed by a mortgage on real property (Land and buildings). In some cases specific property is not designated as colateral against a bond issue. lnstesd a blanket mortgage is used which means the bond issue is backed by all of the firms real property, Bonds can also be secured with a chattle mortgage which is a mortgage secured by personal property. (Madura, Introduction to financial management 1988, p. 433).

(2) Madura. op. cit. p. 439.

أ- مدى تقبل المساهم أو «المستثمر» لمبدأ المخاطرة أو رفضه لها، وبالتالى إقباله على الاكتتاب فى هذه السندات أو اعراضه عنها حيث تقل جاذبية هذه السندات أو تنعدم كأداة من أدوات الاستثمار لمن ينأون عن المخاطرة بجميع درجاتها ومختلف اشكالها،

ب- العائد الذى يتوقع المستثمر الحصول عليه مستقبلاً متضمناً ثمن المخاطرة المالية والاقتصادية Risk premium مع مقارنته بالعوائد المالية الأخرى المتاحة فى السوق المالية.

ج- معدل النمو بالشركة: تعد مسألة النمو من المسائل التى يوليها المستثمرون والمحللون الماليون عناية خاصة عند تحديد القيمة الذاتية «الحقيقية» للأسهم Intrinsic value ، لذلك كان معدل نمو الأرباح بالشركة خلال السنوات اللاحقة، وما يترتب عليه من آثار تنعكس على القيمة السوقية لأسهم الشركة فى أسواق الأوراق المالية، ويعد من العوامل الأساسية التى قد تدفع المستثمر للتحول من دائن للشركة إلى مساهم فيها.

- السندات القابلة للتحويل إلى سندات أخرى:-

هناك فريق آخر يستخدم المصطلح الأجنبى Convertible bonds للاشارة إلى تلك السندات التى تصدرها الحكومات والتى تخول لحامليها الحق فى أن يستبدلوا بها سندات أخرى فى تاريخ الاستحقاق إذا ما رغب حاملوا الصكوك فى ذلك

Convertible bond, A bond speeially one issued by a government which may be exchanged if the holder so wishes, for another kind of loan stock at the date of maturity instead of being repaid(1).

---

(1) Longman Dic. of Business English op. cit. p. 61

- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم أو سندات:-

Dual Convertible bonds

وهذه السندات تصدرها الشركات وتتميز بكونها قابلة للتحويل إلى أسهم عادية أو إلى صكوك سندات على الشركة، وتخول لصاحبها الحق فى الحصول على فائدة ثابتة.

وقد يكون سعر الفائدة للسندات البديلة مرتفعاً، وقد يختلف الإصدار الجديد عن الاصدار السابق من وجوه عديدة.

A Dual Convertible bond is convertible into either common stock or a Fixed interest rate debenture. the fixed rate debenture may havo a higher interest rate or other different features from the original debt instrument(1).

وفضلاً عن الأنواع المتقدمة من السندات فان ثمة أنواعاً أخرى منها لا تختلف عنها فى جوهرها وإنما تتفرع عنها ويجرى تصنيفها وفقاً لاعتبارات عديدة أخرى شكلاً وموضوعاً والتى يمكن أن نتناولها فى عجالة على الوجه التالى:

أولا:- من حيث الشكل:-

١- سندات لحامله Bearer bonds

٢- سندات اسمية Recorded bonds

١- السندات لحامله:-

وهى تلك السندات التى تكون ملكاً لحاملها، وتعتبر من قبيل المنقولات المادية التى ينطبق بشأنها قاعدة حيازة المنقول سند الملكية.

٢- السندات الاسمية:-

وهى تلك التى تحمل إسم صاحبها وتنتقل حيازتها من طرف لآخر من خلال

---

(1) Topics in investment analysis Notes prepared by. Dr Medhat Hassanin. the American university in cairo. sep. 87.

عمليات التداول فى أسواق الأوراق المالية، ويتم اثبات اسم المتنازل إليه على الصك بمعرفة الجهة المصدرة لتلك الصكوك.

ثانيا:- من حيث طريقة سداد الفائدة أو العائد:-

لعل أكثر أنواع السندات من حيث الكم هى تلك التى تتعلق بالأسلوب الذى يتم به سداد الفائدة أو العائد لأصحاب صكوك السندات وأهم هذه الأنواع:

١- سندات عادية Ordinary bonds

٢- سندات مشاركة فى الربح Profit sharing bonds

٣- سندات المقارضة الإسلامية Modaraba Islamic bonds

٤- سندات ذات عائد متزايد لأجل معلوم Deffered bonds

٥- سندات ذات عائد معوم Floating rate Notes

٦- سندات ذات عائد متغير stepped coupon bonds

٧- سندات يرتبط عائدها بمستوى الأسعار Indexed bonds

٨- سندات الدخل Income bonds

ونتناول فيما يلى:- التعريف بأنواع هذه السندات فى ايجاز.

- السندات العادية هى تلك التى تتيح لأصحابها الحصول على فائدة ثابتة خلال مدة القرض.

- وأما السندات المشاركة فى الربح فهى تلك التى تخول لحامليها حق الحصول على حصة فى الربح الذى حققه المشروع إذا تجاوز الفائض المحقق قدراً معيناً فضلا عن الفائدة الثابتة التى تغلها هذه السندات(١) أما سندات المقارضة الإسلامية ويطلق عليها أيضا سندات المضاربة الإسلامية(٢) فهى تلك الأداة

---

(1) Longman, Business English dictionary

(٢) يفضل بعض الشرعيين تسميتها بسندات المقارضة منعاً للخلط بين المضاربة التى يقرها الشرع الإسلامى الحنيف والمضاربة بمفهومها الغربى (الوضعى).

الاستثمارية الرائعة التى قدمها الفكر الإسلامى كبديل للأدوات الربوية فى أسواق رأس المال.

وهذه السندات يتم طرحها عادة للاكتتاب العام بغرض تمويل مشروعات معينة عند التكوين بعد أداء رأس المال بالكامل[1] أو لتوجيه حصيلتها لبعض المشروعات القائمة والتى ترغب فى زيادة مواردها المالية بمناى عن شبهة الربا وأدوات التمويل الربوى. ويرتبط العائد الذى يحصل عليه أصحاب هذه السندات بنتائج نشاط المشروع ايجاباً وسلباً، ويترتب على ذلك تغير العائد الموزع بتغير الفائض المحقق حيث يتم توزيع الفائض القابل للتوزيع بنسبة شائعة من الربح، وتقوم الجهة المصدرة لهذه السندات بإجراء التصفية التدريجية لها باستهلاكها، وينتقل المشروع كاملاً إلى تلك الجهة بعد تمام الوفاء بقيمة سندات القرض لأصحاب السندات، ومن المعلوم أنه يمتنع على هذه المشروعات التعامل بالفائدة أخذاً أو عطاءً أو التعامل فى محرم بيعاً أو شراءً وإلا لما كان هناك مقتضى لاصدارها أصلا.

- السندات متزايدة العائد defferd bonds، فهذه السندات تصدر بأسعار فائدة غالبا ما تكون منخفضة عن المستوى المتاح فى الأسواق المالية، إلا أن السعر يجرى تصعيده تدريجياً حتى يصل فى تاريخ معين إلى آخر معدل تم تحديده مسبقاً لسعر الفائدة، ويصبح السعر منذ ذلك الحين ثابتا.
- أما السندات ذات العائد المعوم: Floaling rate notes فقد نشأت فى سوق لندن orignated in the London Market والعائد الذى تغله عادة نصف سنوى Semi- Anually ويجرى تحديده على أساس متوسط أسعار ودائع بنوك لندن القائدة LONDON INTER- BANK OFFERED RATE والمعروف بسعر الليبور (Libor) لمدة ستة أشهر مضافا إليه هامشا محدداً بنسبة ربع أو

(١) يمتنع على المشروعات فى كثير من التشريعات اصدار سندات قبل الوفاء برأس المال بالكامل ومن هذه التشريعات ما نص عليه القانون رقم ١٥٩ سنة ٨١ باصدار قانون شركات المساهمة والذى يقضى فى المادة «٤٩» بأنه يجوز للشركة اصدار سندات اسمية ولا يجوز اصدار هذه السندات إلا بقرار من الجمعية العامة وبعد أداء رأس المال بالكامل.

نصف في المائة غالباً. وتخول هذه السندات لأصحابها حداً أدنى من العائد، وتتراوح مدتها غالبا ما بين خمس وسبع سنوات ويمكن استهلاكها قبل هذا التاريخ(١).

سندات ذات العائد المتغير: stepped coupon bonds

تختلف هذه السندات عن السندات ذات الفائدة المعومة من حيث أن سعر الفائدة لا يرتبط بسعر الليبور Libor(٢) وهي مع هذا تتميز بتغير سعر الفائدة عليها صعوداً وهبوطاً مما يجعلها أكثر جاذبية لقطاع عريض من الراغبين في الاستثمار في السندات.

سندات يرتبط عائدها بمستوى الأسعار: Indexed Rate Bonds

لما كانت القوة الشرائية للنقود ترتبط بمستوى الأسعار ارتباطاً عكسياً فترتفع بانخفاضها وتنخفض بارتفاعها، الأمر الذي يؤدي الى عزوف بعض المستثمرين عن استثمار أموالهم في الأدوات المالية ذات العوائد الثابتة والتي قد تقل نسبتها عن نسبة التضخم، الأمر الذي يترتب عليه تدهور القوة الشرائية للأموال المستثمرة وتآكلها، لذلك لم يكن مستغربا أن يستحدث الفكر المالي أداة مالية جديدة تتغير عوائدها المتمثلة في سعر الفائدة على فترات دورية لا تقل عن عام، ولا تزيد عن عامين حيث يتم تغير سعر الفائدة على ضوء ما يسفر عنه قياس التغير النسبي في مستوى الأسعار.

سندات الدخل: Income bonds

على الرغم من أن هذه السندات تخول لحامليها الحق في الحصول على فائدة ثابتة محددة السعر، إلا أن هذا الحق مشروط بتحقيق الشركة المصدرة فائضاً

---

(١) حاكت بعض الدول ومنها مصر أسواق لندن في هذا المجال فأصدرت سندات التنمية الوطنية بالدولار الأمريكي على أساس متوسط أسعار ودائع بنوك لندن لمدة ٦ أشهر مضافا إليها نسبة بواقع ٠,٥٪

(2) The london Interbank Offered Rate (libor) that is The Rate at which three or six month money is offered by leading London banks or other bankes (A macro Economic Analysis. The Euro Markets Financial Centers across national borders. Case study by Nouran Mosutafa Kamal American univeristity 1962. Topics in Investment op. cit p. 56.

كافياً لتغطية الفائدة، فاذ لم يكن الفائض كافيا للشركة تدفع عائداً اقل او يسقط عنها السداد كلية، ولا تخول هذه السندات لحاملها الحق فى المطالبة بتصفية الشركة وإعلان إفلاسها فى حالة عدم قدرتها علي السداد(١).

ثالثا:- من حيث العملة المصدر بها السندات.

السندات متعددة العملات. Multi Currency bonds or Dual Currency bonds

وهذه السندات تصدر باحدى العملات ويتم سداد قيمتها بعملة أخرى، ومن الأمثلة التطبيقية ما قامت به شركة الخطوط الأمريكية American Air lines من اقتراض ما يعادل ٤٤ مليون دولار بالفرنك السويسرى Swiss Franc على أن يتم استهلاك هذا القرض بالدولار الأمريكى بعد ثمانى سنوات، ويستحق حاملو السندات فائدة ثابتة بمعدل ٧,٥٪ بالفرنك السويسرى، وبالاضافة الى ذلك فانه يجرى زيادة قيمة القرض بمعدل ٨,٥٪ سنويا كفائدة مركبة لتعويض المقرض عن تقلبات سعر الصرف ومخاطر العملة(٢).

رابعا:- من حيث الاسترداد.

١- سندات لا يتم استهلاكها بانقضاء مدة معينه.

Annuity bonds or irredeemable bonds

وهذه السندات ليس لها تاريخ استحقاق محدد، ولهذا فان الفائدة يجرى سدادها أبديا.

interest is A bond which has no stated maturity, on which therefore payabl for ever(3).

٢- سندات لها صفة الاستمرارية Continued Bonds

ويكون لحاملها حق تقديمها للاستهلاك فى تاريخ الاستحقاق او اى تاريخ لاحق مستفيداً من عوائدها.

---

(١) سعيد توفيق - الاستثمار - النظرية والتطبيق - بشئ من التصريف.

(2) Topics in ivestment op. cit. p57. & Longman Dic. Of Bus. En g

والجدير بالذكر أنه قد كانت هناك ثمة محاولة فى مصر لاصدار سندات دولارية يجرى استهلاكها وسداد فوائدها بالجنيه المصرى الا أن الدراسات أثبتت استحالة الاقبال عليها.

(٣) المرجعين السابقين.

٣- سندات تخول لحاملها الحق فى إسترداد قيمتها بارداته المطلقة.

Optional bond

ليس لهذه السندات تاريخ محدد للاستهلاك، والأمر هنا يكون، رهناً بمشيئة المقترض فيسترد قيمة السند وقتما يشاء.

خامسا السندات السلعية:- Commodity bonds

وهى أحد أشكال السندات التى تسمح للمستثمر بمشاركة الجهة المصدرة لها فى مخاطر تقلب أسعار السلع التى يحمل السند اسمها. ومن السندات السلعية التى يجرى إصدارها عادة السندات البترولية Petrobonds والسندات المتعلقة بالمعادن النفيسة كسندات الفضة Silver bonds وسندات الذهب Gold bonds وسندات الطاقة أو الفحم Cool bonds .

وخلافا للسندات المتعارف عليها فان القيمة الاسمية لهذه السندات لا تتحدد بالنقود وانما بقدر ما تمثله من وحدات السلعة كماً أو وزناً او كيلا أو حجما. فالسندات البترولية على سبيل المثال تكون فئاتها بعدد براميل البترول المدونة على الصك، أما عن معدل الفائدة فهو أدنى غالبا مما يتعين على الجهة المصدرة ان تدفعه مقابل الحصول على الأموال بالطرق التقليدية.

وتتأثر اسعار هذه السندات بالظروف الاقتصادية ومستويات الاسعار، ففى حالات التضخم ترتفع اسعار السلع وترتفع معها أسعار السندات والعكس ايضا صحيح فى حالات الكساد.

ويقلل او يحد من درجة المخاطرة حصول المستثمر على القيمة الاسمية للسندات كاملة بمقتضى الحد الأدنى لها. وفى نفس الوقت فان هذه السندات تسمح للجهة المصدرة لها بالحصول على الأموال بأدى تكلفة ممكنة.(١)

---

(1) Topics in investment. The American Universty in Cairo sep. 87 op. citp.55

سادسا: سندات الايروبوند. Eurobonds

الايروبوند هو صك يمثل ديناً او التزام فى ذمة الجهة المصدرة وقد جرت العادة على اصدار هذا النوع من السندات بفئات صغيرة كى يناسب صغار المستثمرين، وهذه السندات تعد من الأدوات المالية طويلة الآجل، وتتراوح مدتها غالبا ما بين خمس وعشر سنوات.

اما الفائدة فيتم دفعها سنوياً بمعدل ثابت أو معوم وتتضمن هذه السندات عدة أنواع أهمها : -

١- سندات بخصم اصدار لا تخول لصاحبها حق الحصول على فائدة Zero Coupon Bonds

٢- سندات ذات عائد معوم.Floating Rate Bonds

٣- سندات قابلة للتحويل..Convertible Bonds

حيث يكون بوسع حاملها الحق فى استبدالها او الحصول في مقابلها على عدد من الأسهم محدد مسبقا Predetermined خلال فترة معينة من الزمن.

٤- سندات ذات ضمانات لشراء اسهم او سندات Bonds With Warrants

وهذه السندات تخول لحاملها الحق او تعطيهم حق الخيار لشراء عدد من الأسهم بسعر محدد خلال فترة سابقة مقابل السداد نقداً او شراء سندات جديدة بشروط القرض السابق، فاذا ما رغب حامل الصك فى ذلك فما عليه إلا فصل الجزء الملحق بالسند.

وتصدر هذه السندات كما يبين من اسمها بواحدة من عملات عديدة، وان كان نصيب الدولار هو الأكبر الى حد بعيد. وليس معنى ذلك أن إصدار سندات بالفرنك السويسرى فى سويسرا يجعلها من الايروبوندزEurobonds. ذلك أنه يشترط ان تقرض هذه السندات في سوق دولية حتى يمكن اعتبارها كذلك.

Euro - Bonds must be placed on an international market to be defined as such.

ويجرى التعامل على هذه السندات من خلال تجار الأوراق المالية Dealers شأنها فى ذلك شأن الأوراق التى يجرى التعامل عليها فى الأسواق غير الرسمية.

وشخصية حامل السند غير معلومة للكافة باستثناء الوسطاء الماليين الذين يقومون بتنفيذ عمليات البيع والشراء، وليست هناك سجلات للملكية. ويسعى للحصول على هذه السندات غالبا المستثمرون من أصحاب الأرصدة المودعة خارج الولايات المتحدة الأمريكية.

وتصدر سندات الايروبوند عادة بواسطة الشركات الامريكية[1].

سابعا: سندات الايرودولار .Eurodollar Bonds

هذه السندات هى ذاتها الايروبوند غير انها تصدر بالدولار الأمريكى[2].

ثامنا: سندات الساموراي .Samorai

الأصل في التسمية «الساموراى» ترجع الى طبقة المحاربين الارستقراطية اليابانية. هذا عن الأصل اللغوى، واصطلاحا فهذه السندات تصدر بالين اليابانى فى اليابان وقد كان لنمو الأسواق المالية اليابانية، والقبول العام للين اليابانى كعملة دولية وعالمية وكذلك لمعدلات سعر الفائدة المغرية، أبلغ الأثر فى انعاش هذا النوع فى سوق السندات[3].

الحكم الشرعي في السندات:-

اذا استثنينا سندات المقارضة الاسلامية التى قدمها الفكر الاسلامى بديلا

---

(1) Topics in investment op.cit p. 49. Case study about the Euromarkets by Nouran Mostafa Kamal et sherif- The American University. 1952.

وكذلك مقال د.أحمد الجعوينى بالأهرام الاقتصادى فى ٨٧/١/٥ والذى أشار من خلاله الى أن حجم المصدر من الأوراق المالية فى سوق الايروبوند خلال عام٨٣/٨٤ بلغ ٦ بليون دولار وأن حجم اصدار واحد منها بلغ نحو مليارين من الدولارت.

(2) Topics in Investment. op. cit. p. 49.

(3) Topics in Investment. op. cit. p. 50 & EL Mawrid dic.

لأدوات التمويل الربوى المعاصر. باعتبارها احد صيغ عقود المضاربة الاسلامية(١) فان كافة انواع السندات التى تناولناها فى هذا المبحث والتى تغل فائدة ثابتة ومحددة زمناً ومقداراً أو متغيرة ولكنها لا ترتبط بنتيجة النشاط سلباً وايجاباً لا تخرج عن كونها عقد قرض اجتمعت فيه عناصر ربا الديون الثلاثة وهى الدين، والأجل، وزيادة مشروطة فى الدين مقابل لأجل.

ولما كانت الزيادة على أصل القرض من قبيل الربا المحرم شرعا بمقتضى الكتاب والسنة واجماع الأمة. أما الكتاب فلقوله تعالى ﴿يا أيها الذين آمنوا اتقوا الله وذروا ما بقي من الربا إن كنت مؤمنين* فإن لم تفعلوا فأذنوا بحرب من الله

---

(١) أوصت ندوة سندات المقارضة وسندات الاستثمار التى انعقدت بمدينة جدة بالمملكة العربية السعودية بدعوة من المعهد الاسلامى للبحوث والتدريب التابع للبنك الاسلامى للتنمية بالتعاون مع مجمع الفقه الاسلامى المنبثق عن منظمة المؤتمر في الفترة من ٦/٩ محرم ١٤٠٨ بالآتى:

تعرف سندات المقارضة بأنها أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القراض (المضاربة) باصدار صكوك ملكية رأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصا شائعة في رأس مال المضاربة، ويفضل تسمية هذه الأداة الاستثمارية صكوك المضاربة، وقد حددوا أربعة عناصر يشترط توافرها فى الصورة المقبولة شرعاً لسندات المقارضة وهى:-

العنصر الأول: أن يمثل الصك ملكية حصة شائعه فى المشروع الذى أصدرت الصكوك لانشائه أو تمويله، وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته الى نهايته وتترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعا للمالك فى ملكه من بيع وهبة ورهن وارث وغيرها.

الفصل الثانى: يقوم العقد علي أساس أن شروط التعاقد تحددها (نشرة الاصدار) وأن (الايجاب) يعبر عنه الاكتتاب فى هذه الصكوك وان القبول (تعبر عنه موافقة الجهة)، ولابد أن تشتمل نشرة الاصدار على جميع البيانات المطلوبه شرعاً فى عقد القراض من حيث بيان معلومية رأس المال، وتوزيع الربح، مع بيان الشروط الخاصة بذلك الاصدار على ان لا تتفق هذه الشروط مع الأحكام الفقهية المعتبرة.

العنصر الثالث: أن تكون صكوك المضاربة قابلة للتداول بعد انتهاء الفترة المحدده للاكتتاب باعتبار ذلك تصرفاً من المالك فى ملكه مع مراعاة الآتى:

أ- اذا كان مال القرض المتجمع بعد الاكتتاب وقبل مباشرة العمل والمال ما يزال نقودا فان تداول صكوك المقارضة يعتبر مبادلة نقد بنقد ويطبق عليه أحكام الصرف.

ب- اذا أصبح مال القراض ديونا يطبق على تداول صكوك المقارضة احكام تداول النقود بالنقود.

ج- اذا صار مال القراض موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع فإنه يجوز تداول صكوك المقارضة وفقا للسعر المتراضى عليه وطبقا للأحكام الشرعية، مجلة الاقتصاد الاسلامى العدد ٧٧ ربيع الثانى ١٤٠٨.

ورسوله، وإن تبتم فلكم رءوس أموالكم لا تَظلمون ولا تُظلمون﴾[1].

وأما السنة فقد صح عن رسول الله ﷺ فيما رواه جابر، قال: قال رسول الله عليه وسلم «لعن رسول الله ﷺ آكل الربا وموكله وكاتبه وشاهديه، وقال هم سواء[2].

واما الاجماع فلما ذكره ابن المنذر فى اجماعاته بقوله: واجمعوا على أن المسلف اذا شرط علي المستسلف زيادة أو هدية، فأسلف على ذلك، أن أخذ الزيادة على ذلك ربا، وذكره صاحب المغنى فى باب القرض[3].

ولما ذكره صاحب مراتب الاجماع أنهم: اتفقوا على وجوب رد مثل الشيئ المستقرض[4].

وكذلك لما انتهت اليه المجامع الفقهية على حرمة الزيادة مقابل القرض وما صدر عن جهات الفتوى الشرعية والتى نتخير منها ما يلى:-

١- فتوى المؤتمر الثانى لمجمع البحوث الاسلامية المنعقد بالقاهرة عام ١٣٨٥هـ -١٩٦٥م ونصها:-

أ- الفائدة على أنواع القروض كلها رباً محرم لا فرق فى ذلك بين ما يسمى بالقرض الاستهلاكى وما يسمى بالقرض الانتاجى لأن نصوص الكتاب والسنة فى مجموعها قاطعة فى تحريم النوعين.

ب- كثير الربا وقليله حرام كما يشير الى ذلك الفهم الصحيح فى تحريم النوعين

ج- الاقراض بالربا محرم لا تبيحه حاجة ولا ضرورة، والاقتراض بالربا

---

(١) سورة البقرة (الآية ٢٧٨ - ٢٧٩).

(٢) الحديث رواه مسلم فى صحيحه فى باب الربا - انظر مسلم بشرح النووى ج١١ ص ٢٦ المطبعة المصرية.

(٣) الاجماع لابن المنذر كتاب البيوع مسألة ٥٠٨ ص٥٥ دار الكتب العلمية بيروت وكذلك ما رواه صاحب المغنى عن ابن المنذر فى باب القرض مسألة ٣٣٢١ج ٤ ص ٢٤٠ مكتبة القاهرة.

(٤) مراتب الاجماع لابن حزم - باب القض ص١٠٨ - دار الافاق الجديدة بيروت.

محرم كذلك ولا يرتفع اثمه عن المقترض الا اذا دعت الضرورة، وكل امرئ متروك لدينه فى تقدير ضرورته.[1]

٢ - فتوى المجمع الفقهى الاسلامى لرابطة العالم الاسلامى بمكة المكرمة فى الدورة السابعة للمجمع سنة ١٤٠٤ هـ وجاء فيها:

فان مجلس المجمع الفقهى الاسلامى بعد اطلاعه علي حقيقة سوق الأوراق المالية والبضائع وما يجرى فيها من عقود عاجلة وآجلة على الأسهم وسندات القروض .... يقر ....

رابعا: أن العقود العاجلة والآجلة علي سندات القروض بفائدة بمختلف أنواعها غير جائزة شرعا لأنها معاملات تجري بالربا المحرم[2].

٣- قرارات مجمع الفقة السلامى المنبثق عن منظمة المؤتمر الاسلامى بجدة قرر مجلس مجمع الفقة الاسلامى فى دورة انعقاد مؤتمره الثاني بجدة من ١٠ - ١٦ ربيع الثانى ١٤٠٦ الموافق ٢٢-٢٨ ديسمبر ١٩٨٥م، بعد ان عرضت عليه بحوث مختلفة فى التعامل المصرفى ما يلى:

اولا: ان كل زيادة «أو فائدة» على الدين الذى حل اجله وعجز المدين عن الوفاء به مقابل تأجيله، وكذلك الزيادة علي القرض منذ بداية العقد فهاتان الصورتان رباً محرم شرعا[3].

٤- قرار مجمع الفقة الاسلامي التابع لرابطة العالم الاسلامى بمكة المكرمة:

فان مجلس المجمع الفقهي الاسلامي فى دورته التاسعة المنعقدة بمبنى رابطة العالم الاسلامى فى مكة المكرمة في الفترة من ١٩٨٢ رجب ١٤٠٦ هـ قد نظر فى موضوع تفشى المصارف الربوية وتعامل الناس معها... وقد رأينا

---

(١) مركز الاقتصاد المصرف الاسلامى الدولى للاستثمار والتنمية الأرباح والفوائد المصرفية بين التحليل الاقتصادى والحكم الشرعى.

(٢) أ.د على السالوس - العمليات المالية المعاصرة فى ميزان الفقة الاسلامى - مكتبة الفلاح الكويت ص٤٥٢.

(٣) أ.د على السالوسى - مرجع سابق ص٤٢٨.

المؤتمرات والندوات الاقتصادية التي عقدت فى أكثر من بلد اسلامى وخارج العالم الاسلامى تقرر بالاجماع حرمة الفوائد الربوية.. ومن هنا يقرر المجلس.

اولا: يجب على المسلمين كافة ان ينتهوا عما نهى الله عنه من التعامل بالربا اخذاً او عطاء أو المعاونة عليه بأى صورة حتى لا يحل بهم عذاب الله.

ثانيا: ... ...

خامسا: كل ما جاء عن طريق الفوائد الربوية هو مال حرام شرعا لا يجوز أن ينتفع به المسلم - مودع المال - لنفسه أو لأحد ممن يعوله فى اى شأن من شئونه[1].

٥- فتوي المجلس الأعلى للشئون الاسلامية دار الإفتاء المصرية فى استثمار المال فى أذون الخزانة وسندات التنمية.

... لما كان البنك يستطلع الرأى الشرعي فى امكان استغلال أموال أبناء الجاليات المصرية بالبلاد العربية فى شراء أذون الخزانة التى تصدرها الدولة وتكتتب فيها البنوك وهي بمعدل فائدة ثابت، وكذلك في شراء سندات التنمية وهى بمعدل فائدة ثابت أيضا، ولما كانت أذون الخزانة وسندات التنمية التي تصدرها الدولة بمعدل فائدة ثابت من باب القرض بفائدة، وقد حرمت الشريعة الاسلامية القروض ذات الفائدة المحددة أيا كان المقرض أو المقترض، لأنها من باب الربا المحرم شرعا بالكتاب والسنة والاجماع، فان تحقيق رغبة المستثمرين وحرصهم علي الكسب الشرعى الذى أحله الله يستلزم الا تستغل أموالهم على غير رغبتهم فى هذه الأذون والسندات[2].

اما وقد انتهينا من عرض بعض ما وقع عليه اختيارنا من قرارات وتوصيات المجامع الفقهية، وجهات الفتوي الشرعية في شأن حرمة الفوائد الربوية، فقد بقي

(١) المرجع السالق ص٤٣٩/٤٤٢.

(٢) دار الافتاء المصرية المجلد التاسع ص٢٧ سنة ١٤٠٣ هـ ١٩٨٣ فتوى ١٢٤٨ ص٣٣١١ - المفتي الشيخ جاد الحق.

أن نسجل علي صفحات هذا البحث انعقاد الاجماع علي أن الربا من اخبث المكاسب وتحريمه من ضروريات الدين ويدخل مستحله في سلك الكافرين.

قال ابن عباس: من كان مقيما علي الربا لا ينزع عنه، فحق علي امام المسلمين ان يستتيبه. فان نزع والا ضرب عنقه[١].

وقال ابن خويز منداد «ولو أن أهل بلد اصطلحوا علي الربا استحلالا كانوا مرتدين والحكم فيهم كالحكم فى أهل الردة وإن لم يكن ذلك منهم استحلالا جاز للامام محاربتهم[٢].

وعن ابى هريرة رضى الله عنه قال: قال رسول الله صلى الله عليه وسلم «الربا سبعون بابا أهونها مثل أن ينكح الرجل أمه[٣].

وعن جابر رضى الله عنه قال: لعن رسول الله ﷺ أكل الربا وموكله وكاتبه وشاهديه وقال هم سواء.[٤]

وعن سمرة بن جندب رضى الله قال «قال رسول الله ﷺ» رأيت الليلة رجلين اتيانى فاخرجاني الى ارض مقدسة فانطلقنا حتي أتينا علي نهر من دم فيه رجل قائم، وعلي وسط النهر رجل بين يديه حجارة، فاقبل الرجل الذى فى النهر فاذا أراد الرجل أن يخرج رمي الرجل بحجر فى فيه فرده حيث كان، فقلت ماهذا الذي رأيته فى النهر؟ فقال آكل الربا»[٥].

وعن ابن عباس رضى الله قال: اذا ظهر الربا فى قرية فقد احلوا بأنفسهم عذاب الله[٦].

---

(١) معجزة الأسلام فى موقفه من الربا - المعهد الدولي للسلوك والاقتصاد الاسلامي ١٤٠٢هـ ص٧٨.

(٢) المرجع السابق ص٧٨، وكذا ذكره د. صالح المرزوقى فى شركة المساهمة فى النظام السعودى ص٢٩٧.

(٣) رواه الطبرانى فى الأوسط من رواية عمر بن راشد ابن ماجه من حديث أبى هريرة ورواه البيهقي انظر مختصر الترغيب والترهيب مرجع سالق.

(٤) رواه مسلم فى صحيحه - مسلم بشرح النووي باب الربا ج١١ المسابقة المصرية.

(٥) رواه البخارى في صحيحه فى باب آكل الربا وشاهديه وكاتبه البخارى بشرح السندى الجزء الثانى عيسى الباب الحلبى.

(٦) رواه الحاكم وقال صحيح الاسناد انظر مختصر الترهيب والترغيب والذى اختصره ابن حجر والأصل للمنذرى الحديث برقم ٦٥٢ مكتبة التراث الاسلامى.

المبحث الثالث
حصص التأسيس

تعريف حصة التأسيس:

هى صك يعطى حامله حقوقا فى أرباح الشركة دون أن يمثل حصة فى رأس المال، وتمنح حصص التأسيس مكافأة على خدمات أداها المؤسسون للشركة، ومن هنا جاءت تسميتها،. وقد تمنح لغير المؤسسين وتسمى عندئذ حصص أرباح، وقد أعطت بعض التشريعات الحرية فى إنشاء هذه الحصص لمكافأة المجهودات التى بذلت فى تأسيس الشركة أو الخدمات التى قدمت لهذا الغرض. وليس لحصص التأسيس قيمة إسمية وإنما يحدد نصيبها فى الأرباح، ولذلك لا تدخل فى حساب رأس المال ولا يكون لأصحابها نصيب فى فائض التصفية عند حل الشركة، ولا تخول صاحبها حق الاشتراك فى الادارة، وتكون عادة قابلة للتداول بالطرق التجارية[1] .

وقد ظهرت حصص التأسيس لأول مرة سنة ١٨٥٨م بمناسبة تأسيس شركة قناة السويس كوسيلة لشراء ذمم بعض رجال السياسة الأوروبيين، وحملهم على الدفاع عن مشروع حفر قناة السويس فى مواجهة معارضيه، لا سيما فى إنجلترا وكذا الباب العالى وقد كشفت التجربة عن أن المؤسسين اتخذوا حصص التأسيس ذريعة للحصول لأنفسهم على جانب كبير من الأرباح لا يتناسب وما أدوه من خدمات للشركة[2] .

ولهذه الاعتبارات وقف كثير من التشريعات منها موقف العداء، فحرمها المشرع

---

(١) الموسوعة العربية الميسرة ج ١ ١٩٨٧ - دار نهضة بيروت.

(٢) د. أبو زيد رضوان شركات المساهمة وفقا لأحكام القانون ١٥٩ لسنة ٨١ ط ٨٢ مرجا سابق.

الفرنسى والقانون اللبنانى وكذلك فعل المشرع السورى، وتجاهلها القانون العراقى والكويتى، ولهذا كانت إجازة الشارع المصرى لإنشاء حصص التأسيس موضع نقد من قبل فقهاء القانون وشراحه(١).

خصائص حصص التأسيس

(١) حصة التأسيس لا تدخل فى تكوين رأس مال الشركة حيث أن صاحب الحصة لم يقدم أية حصة نقدية فى رأس المال، بل أدى خدمات للشركة، واذا كان قد قدم حصة عينية فإن هذه الحصة لا تقوم بالنقود ولا تكون جزء من رأس المال، وبذلك تتميز حصة التأسيس عن السهم الذى يمثل حصة نقدية أو عينية دخلت فى تكوين رأس المال.

(٢) تخول حصة التأسيس لصاحبها نصيبا فى الأرباح. وحق صاحب حصة التأسيس فى الأرباح معلق على وجود أرباح صافية، وبذلك يفترق حامل حصة التأسيس عن حامل السند الذى يعتبر دائناً للشركة وله الحق فى فائدة ثابتة ولو لم تحقق الشركة أرباحاً.

(٣) إن الصك الذى يمثل حصة التأسيس ليست له قيمة إسمية وإنما يحدد نصيب الحصة فى الأرباح، كأن ينص على أنه يعطى الحق فى جزء معين من الأرباح

---

(١) استبقى القانون رقم ١٥٩ لسنة ٨١ نظام حصص التأسيس... ولا أرى مبررا لاحياء حصص التأسيس فى القانون الجديد بعد ان انتهت التشريعات الحديثة الى الغائها. (د. مصطفى كمال طه القانون التجارى – شركات الأموال ط ٨٢ مرجع سابق ص ١٠٧ – ١٠٨) وجاء فى نقد آخر «وقد حظرت كثير من التشريعات هذا النوع من الصكوك بينما أجازها البعض كالشارع المصرى» وفى نقد لاذع آخر» وقد أقر القانون (المصرى) الجديد انشاء حصص التأسيس على النحو القائم فعلا فى ق ٢٦ لسنة ٥٤، ولقد كان مأمولا – وأمام مشرعى هذا القانون موقف القانون المقارن من انشاء هذه الصكوك – كان مأمولا أن يلغيها غير أن موقفه فى هذا الشأن وفى شئون أخرى يؤكد أنه (قانون الوراء) وبشكل ينبىء عن اصرار غريب على تبنى مفاهيم جامدة ربما عفا عليها زمن المفاهيم العتيقة (أبو زيد رضوان مرجع سابق ص١٣٠).

المخصصة لأصحاب حصص التأسيس.

(٤) ان حصة التأسيس لا تخول صاحبها حق التدخل فى ادارة الشركة على عكس السهم الذى يخول المساهم حق ادارة الشركة والتصويت فى الجمعيات العامة.

موقف القانون المصري من حصص التأسيس (من حيث إنشائها وإلغائها وتحويلها إلى أسهم)[1]

أ - من حيث الانشاء

استبقى القانون رقم ١٥٩ لسنة ٨١ نظام حصص التأسيس وأخذ بنفس الأحكام المقررة فى القانون رقم ٢٦ لسنة ٥٤ وقد نصت المادة ١٥٣ من اللائحة التنفيذية لقانون شركات المساهمة رقم ١٥٩ لسنة ٨١ على الآتى:

لا يجوز إنشاء حصص تأسيس أو حصص أرباح الا مقابل التنازل عن التزام منحته الحكومة أو حق من الحقوق المعنوية، ويتم إنشاء حصص التأسيس أو حصص الأرباح سواء عند تأسيس الشركة أو زيادة رأسمالها، ويجب أن يتضمن نظام الشركة بيان بمقابل تلك الحصص والحقوق المتعلقة بها.

إلغاء حصص التأسيس

لما كانت حصص التأسيس تعتبر عبئا ثقيلاً على الشركة يستوعب جانبا كبيرا من أرباحها وينتقص من حق المساهمين فى الربح، ويحول فى كثير من الأحيان دون زيادة رأس المال، لذلك أجازت المادة ٣٤ فقرة ٢ للجمعية العامة للشركة الحق فى الغائها مقابل تعويض عادل تحدده لجنة التقدير المنصوص عليها فى المادة ٢٥ وذلك بعد مضى ثلث مدة الشركة أو عشر سنوات مالية على الأكثر من تاريخ انشاء تلك الحصص، ما لم ينص نظام الشركة على مدة أقصر أو فى أى وقت بعد ذلك[2].

---

(١) د. مصطفى كمال طه - مرجع سابق ص ١١١.

(٢) د. مصطفى كمال طه - مرجع سابق.

واعتبر بعض رجال القانون ذلك من قبيل نزع الملكية، فقال:

«وهذا نوع من نزع الملكية قرره الشارع لصالح الشركة لفائدته الظاهرة»(١).

من حيث تحويل الحصص إلي أسهم زيادة رأس المال

أجازت المادة ١٥٨ من اللائحة التنفيذية فى الأحوال التى يكون فيها للجمعية العامة للشركة إلغاء حصص التأسيس أو حصص الأرباح أن تقرر بناء على اقتراح مجلس الادارة أو الشركاء تحويلها إلى أسهم يزداد رأس المال بقيمتها فى حدود رأس المال المرخص به.

حقوق أصحاب الحصص : -

تقضى المادة ١٥٦ من هذه اللائحة بالآتى:

لا تدخل حصص التأسيس أو حصص الأرباح فى تكوين رأس مال الشركة ولا يعتبر أصحابها شركاء، ولا يكون لهم من الحقوق إلا ما ينص عليه نظام الشركة أو القرار الصادر من الجمعية العامة غير العادية، ولا يجوز أن تخصص لهذه الحصص نسبة من الأرباح بما يزيد على ١٠٪ من الأرباح الصافية بعد حجز الاحتياطى القانونى ووفاء ٥٪ على الأقل لأصحاب الأسهم.

ولا يكون لأصحاب حصص التأسيس أو حصص الأرباح أى نصيب فى فائض التصفية عند حل الشركة وتصفيتها، ولا تسرى أحكام هذه المادة على حصص التأسيس القائمة قبل أول ابريل سنة ١٩٨٢ م.

التكييف القانوني لحصص التأسيس

احتدم الجدل بين فقهاء القانون وشراحه حول الصفة الغالبة لحصص التأسيس أو التكييف القانونى لها، فاختلفت الآراء حولها فمن قائل ان صاحب حصة التأسيس دائن للشركة ومن قائل أنه شريك، بينما ذهب البعض إلى أن صاحب

---

(١) المرجع السابق.

حصة التأسيس لا يعتبر شريكاً فحسب ولا دائناً فحسب وانما هو فى مركز خاص[1] .

ويقول د. أبو زيد رضوان، وقد أثير حول طبيعة حصص التأسيس جدل شهير وذلك يرجع الى الاختلاف حول طبيعة مركز صاحب هذه الحصة فى الشركة، اذ يرى البعض أنه مساهم من نوع خاص بينما يرى البعض الآخر أنه دائن، أو أن له حق ذو طبيعة خاصة ينفرد به دون سائر الحقوق المترتبة على الصكوك التى تصدرها الشركة، ويرى أنه من الصعب مقارنة أو مطابقة مركز صاحب حصة التأسيس مع مركز المساهم وهو الشريك بحصة، ولا مع مركز حامل سند القرض وهو الدائن للشركة بدين مؤكد، ويبدو لنا أن صاحب حصة التأسيس بمثابة دائن بحق أو دين احتمالى أو صاحب فرصة فى الحصول على نصيب فى الربح[2] .

ويصوب د. مصطفى كمال طه الرأى القائل ان صاحب حصة التأسيس شريك فى الشركة لأنه يشترك فى الأرباح والاشتراك فى الأرباح لا يكون الا للشريك، ويرى أن صاحب الحصة وان لم يشترك فى تكوين رأس المال، إلا أن هذا لا ينفى عنه صفة الشريك، ولا يقدح فى إعتبار صاحب حصة التأسيس شريكا حرمانه من التدخل فى ادارة الشركة، فالموصى مثلا شريك فى شركة التوصية وليس له مع ذلك أن يتدخل فى الادارة، كما لا يرفع عن صاحب حصة التأسيس صفة الشريك انه لا يشترك فى الأرباح على قدم المساواة مع أصحاب أسهم رأس المال، إذ يجوز أن يتفق على توزيع الأرباح بين الشركاء بنسب مختلفة[3] .

بينما ترى الدكتورة سميحة القليوبى بعد عرضها للآراء الأخرى أن حصص التأسيس لها طبيعة متميزة من مركز صاحبها الخاص بشركة المساهمة، فهذا

---

(١) الشركات لعلى يونس ص ٥٤٦ نقلا عن رسالة د. المرزوقى من شركات المساهمة فى النظام السعودى - مرجع سابق ص ٣٨٠.

(٢) شركات المساهمة وفقا لأحكام القانون ١٥٩ لسنة ٨١ ص ١٢٩ مرجع سابق.

(٣) د. مصطفى كمال طه - القانون التجارى - شركات الأموال ص ١١٢ و ص ١١٣ - مرجع سابق.

الأخير يعد فى مركز وسط بين الدائن والشريك، وان كان يقترب من الأولى عن الثانى وذلك أن حصص التأسيس تجعل صاحبها دائناً بقدر من الربح اذا ما حققت الشركة أرباحا، دون حقه فى ادارة الشركة أو المساهمة فى خسائرها الذى هو مناط صفة الشريك، وفندت الرأى السابق الذى يقيس الشريك الموصى بصاحب حصص التأسيس بعدم صحة القياس ذلك ان الشريك الموصى وان كان ممنوعا من الادارة الخارجية الا ان له الحق فى الادارة الداخلية ولا يملك أحد حرمانه منها(١) .

ويقول كامل ملش «إذا ما نظرنا إلى ما قرره المقنن المصرى من حرمان جملة أسهم (حصص) التأسيس من حق التصويت بالجمعية العمومية تأكد لنا القول بأنه يعتبر حامل سهم التأسيس فى هذه الحالة دائنا لا مساهما»(٢) .

ويرى الباحث أن ما نصت عليه اللائحة التنفيذية فى المادة ١٥٦ تغنى عن الاجتهاد الذى توصل اليه الكاتب حيث نصت صراحة «ان حصة التأسيس لا يعتبر أصحابها شركاء».

بينما يرى د. على حسن يونس «ان صاحب حصة التأسيس لا يعتبر دائنا ولا شريكا ولكنه فى مركز البائع الذى ارتضى أن يكون ثمن البيع حقا احتماليا غير محدد المقدار وقت البيع، فهو يبيع لحساب الشركة حقا من الحقوق فى مقابل ثمن احتمالى يحصل الاتفاق عليه فى نظام الشركة ويتقاضاه البائع جزء بجزء كل عام.

موقف الفقه الإسلامى من حصص التأسيس

بعرض هذا النوع من حصص التأسيس على مختلف أنواع العقود التى تناولتها كتب الفروع فى الفقه الاسلامى لاحتمال تماثلها مع أحد أنواع هذه

---

(١) د. سميحة القليوبى - القانون التجارى - الشركات التجارية الخاصة ص ٢٢٣ دار النهضة.
(٢) الشركات لكامل ملش - نقلا عن د. المرزوقى - رسالة دكتوراه ص ٢٨٠ - مرجع سابق.

العقود رغم اختلاف المسميات أخذاً فى الاعتبار ان العبرة بالمقاصد والمعانى وليست بالألفاظ والمبانى وبعرضها كذلك على قواعد الفقه الاسلامى لاستبانة مدى مشروعيتها، إستبان لنا أن صاحب حصة التأسيس ليس شريكاً فى الشركة، وليس كذلك دائنا لها.. فالشركة تقتضى أن يقدم الشريك حصة نقدية أو حتى عينية أو عملا مستمراً يستمد استمراره من استمرار الشركة، بينما نجد على الجانب الآخر صاحب حصة التأسيس لم يقدم أياً من هذه الحصص، ولكنه قدم مساعدات للشركة حصل فى مقابلها على حصص تأسيس غير متقومة بمال، لذلك صدرت هذه الحصص وليس لها قيمة اسمية وليست جزء من رأس المال، وليست لها عند التصفية قيمة استردادية الأمر الذى ينتفى معه عن صاحب حصة التأسيس صفة الشريك وان شارك الشركاء فى جزء من الأرباح.

كما أن صاحب حصة التأسيس ليس دائناً للشركة لأن الجهود المبذولة من جانبه لم تقوم بمال، وليست قرضاً فى ذمة الشركاء واجب الآداء يستحق بالمطالبة أو بحلول موعد الاستحقاق، ولا يقدح فى ذلك إعتبار بعض فقهاء القانون صاحب حصة التأسيس دائناً للشركة بجزء من الربح اذا حققت هذه الشركة أرباحا فهذا الرأى واهن لكونه إحتمالياً معلقا على شرط، وقيمة الدين مجهولة، وموعد استحقاقه غير معلوم، واعتباره دائنا التزام بما لا يلزم، وفى عدم استحقاقه مع سائر الدائنين لجزء من ناتج التصفية خير شاهد على ما قدمنا وأفضل دليل.

وحصص التأسيس لا ينطبق عليها أيضا عقد الاجارة لأن عقد الاجارة عقد على منفعة معلومة مقصودة قابلة للبذل والاباحة بعوض معلوم[(١)] فمن شروطها أن تكون الأجرة معلومة، وانتفاء العلم بها يجعلها من العقود الفاسدة لنهى رسول الله ﷺ عن استئجار الأجير حتى يبين له أجره[(٢)] .

---

(١) تعريف الشافعية الفقه على المذاهب الأربعة الجزيرى ج٣ ص ٩٨ دار الارشاد والتعريف أيضا فى كفاية الأخيار للأمام تقى الدين الحسينى ص ٣٠٩ عيسى الحلبى.

(٢) الحديث رواه أحمد عن أبى سعيد ورجاله رجال الصحيح، منهاج المسلم ص ٣٢٨ مؤسسة الرسالة.

ولهذا قال صاحب المغنى «يشترط فى عوض الاجارة كونه معلوما لا نعلم فى ذلك خلافا، وذلك لأنه عوض فى عقد معاوضة فوجب أن يكون معلوما كالثمن فى البيع.

فان قيل ان العوض معلوم وهو نسبة محددة من الربح المحقق فى نهاية كل سنة مالية، قلنا ان الربح والخسارة احتمالان قائمان ليس احدهما أرجح من الآخر، لذلك كان العوض مجهولا ولا يصلح ان يكون عوضاً فى الاجارة كسائر المجهولات.

وقد فصل لنا صاحب المغنى هذه المسألة بقوله «ولو استأجر رجلا ليسلخ له بهيمة بجلدها لم يجز لأنه لا يعلم هل يخرج الجلد منها سليما أولا، وهل هو تخين أم رقيق، ولأنه لا يجوز أن يكون ثمنا فى البيع فلا يجوز أن يكون عوضا فى الاجارة كسائر المجهولات[1].

وقال صاحب الكافى «ولا يجوز الاجارة ولا الكراء بالمجهول الذى يقل مرة ويكثر أخرى، ولا فى العمل غير المعلوم ولا إلى مدة غير معلومة، ولا يجوز لأحد أن يستأجر أجيراً على أن يعطيه ما يعطى الناس لاجرائهم ان كان فى ذلك اختلاف[2].

وحصص التأسيس لا ينطبق علها عقد الجعالة لأن الجعالة أن يجعل جائز التصرف قدراً معلوما من المال لمن يقوم له بعمل معلوما[3].

قال صاحب كفاية الأخيار الشافعى ويشترط فى الجعل أن يكون معلوما لأنه عوض فلابد من العلم به كالأجرة فى الاجارة فلو كان مجهولا كقوله من رد آبقى أو ضالتى فله ثوب أو على رضاه ونحو ذلك أعطيه شيئا فهو فاسد[4] وقال نحو

---

(١) المغنى لابن قدامة – ج ٥ – ص ٤٤٢ – مكتبة جمهورية مصر.

(٢) الكافى فى فقه أهل المدينة المالكى لابن عبد البر ص ٣٦٨ كتاب الاكرية والاجارات دار الكتب العلمية بيروت.

(٣) منهاج المسلم – مرجع سابق ص ٣٣٩.

(٤) كفاية الأخيار – مرجع سابق ص ٣١٣.

ذلك أيضا صاحب الكافى[1].

ولما كان الجعل فى حصص التأسيس غير معلوم علماً نافياً للجهالة لذلك فان حصص التأسيس لا ينطبق عليها عقد الجعالة.

كما أن حصص التأسيس ليست هبة مجردة لأن حصة التأسيس فى مقابلة ما يقدمه صاحب الحصة من براءه اختراع أو حق امتياز (أو جهد مبذول لا نجاح المشروع) ولا هى هبة بعوض لأن الهبة بالعوض بيع، فيشترط فيها ما يشترط فى البيع وهو علم مقدار الثمن، والثمن هنا أن صح أن يقدر بيعاً هو الربح، والربح مجهول القدر ومجهول الوجود[2].

ويرى د. المرزوقى أن أقــرب مــا يصـــدق على هذا النوع من الصكوك التى تصدرها شركات المساهمة، ان صاحب حصة التأسيس شبيه بالبائع الذى إرتضى ان يكون ثمن البيع حقاً احتمالياً غير محدد المقدار والمبيع حقاً معنوياً، وهذا النوع من البيوع لا يجوز شرعا لا لأنه حق معنوى، وانما لأن الثمن مجهول ومن شروط البيع ان يكون الثمن معلوما[3] .

واذا كان فقهاء القانون قد تناولوا بالنقد والتجريح تلك القوانين التى أباحت إنشاء حصص التأسيس لما لمسوه فيها من مخالفتها لمقتضيات العدالة، ولم يكن ذلك ناشئا عن شعور لمخالفتها لأحكام الشرع القويم حتى لقد ذهب الدكتور محسن شفيق إلى أن نظام حصص التأسيس نظام بغيض، وأن الإسراف فى إصدارها أوفى تعيين قدر الأرباح التى تخصص لها ضرب من ضروب ابتزاز أموال الناس بالباطل فمن الأولى أن تبادر التشريعات المعمول بها حاليا فى الدول الاسلامية إلى إلغائها[4] .

---

(١) الكافى - مرجع سابق ص ٣٧٦ - ٢٧٧.

(٢) د. المرزوقى - مرجع سابق ص ٣٨٢ رسالة دكتوراه.

(٣) المرجع السابق ص ٣٨٢.

(٤) د. المرزوقى - مرجع سابق بشىء من التصرف ص ٣٨٣ - ٣٨٤.

ونحن نتفق مع ما إنتهى اليه كل من د. عبد العزيز الخياط ود. المرزوقى بانه يتعين على الشركات أن تقدم مكافأة لأولئك الذين اسدوا اليها خدمات أو مساعدات عند التأسيس، أو أن تقوم حقوقهم ومجهوداتهم التى قدمت للشركة عند التأسيس بقيمة نقدية يحصلون فى مقابلها على عدد من الأسهم يصيرون بها شركاء فى الشركة.

الفصل الثالث

أنواع البيوع وصيغ العقود في أسواق الأوراق المالية والآثار المترتبة عليها وموقف الفقة الإسلامى منها

ويتكون هذا الفصل من ثلاثة مباحث:

المبحث الأول : البيوع العاجلة

المبحث الثاني : البيوع الآجله الباتة القطعية

المبحث الثالث : البيوع الآجلة الخيارية الشرطية

المبحث الأول
البيوع العاجلة

تمهيـد :

تناولنا فى الفصل السابق الأدوات المالية التى يجرى التعامل عليها فى أسواق الأوراق المالية وموقف الفقه الاسلامى منها ومن مختلف الأنواع التى تتفرع عنها وتندرج تحت عنوانها.

ونظراً لأن البيوع التى تتم من خلال هذه الأسواق ليست ذات طبيعة واحدة، اذ ينعقد بعضها على أصول مالية حاضرة وتترتب عليها آثارها وأحكامها فور انشائها، والبعض الآخر يتم على أصول مالية غير حاضرة ولا تترتب عليها آثارها ولا أحكامها، ولا يتحقق انعقادها ولا وجودها فى نظر الشارع على ما سوف نرى وهذه ما تسمى فى البورصات بالبيوع الآجلة. ونظراً لاختلاف طبيعة هذه البيوع، وكذا حداثة الأصول محل هذه العقود، وما يترتب على اختلاف صيغ العقود من اختلاف الأحكام نظراً لاتصال أحكام العقود بصيغها، فان الأمر يقتضى أن نتناول فى عجالة بعض الأصول التى تتعلق بهذه البيوع فى حدود ما يفيد البحث وبقدر محدود من التفصيل.

أولا مفهوم البيع في اللغة:

البيع ضد الشراء، والبيع هو الشراء أيضا، وهو من الاضداد، وبعت الشىء أى اشتريته، وفى الحديث «لا يبع أحدكم على بيع أخيه» قال أبو عبيده أى لا يشتر على شراء أخيه، فوقع النهى هنا على المشترى لا على البائع [١] ويقال للمشترى والبائع بيعان[٢] وقوله تعالى ﴿وشروه بثمن بخس دراهم معدودة﴾ أى باعوه [٣] .

---

(١) لسان العرب لابن منظور مادة بيع.

(٢) مختار الصحاح للرازى.

(٣) بدائع الصنائع للكسائى ص ٢٢٣ – مطبعة الجملية.

ثانياً : تعريف البيع في الفقه الاسلامي

للبيع فى الفقه الاسلامى معنيان أحدهما عام والآخر خاص.

أما البيع بمعناه العام فهو معاوضة مال بمال تمليكا وتملكا على التأبيد وهذا المعنى يشمل المقايضة والصرف والسلم والبيع[1] . واما البيع بمعناه الخاص فيعرف بأنه معاوضة عين بدين تمليكا وتملكا على التأبيد[2] ويسمى هذا البيع بالبيع المطلق بمعنى أنه اذا ما أطلق لفظ البيع انصرف معناه إلى هذا المعنى الخاص وقد عرفته المادة ١٨ من مشروع تقنين الشريعة الاسلامية على مذهب الامام مالك[3] بأنه عقد تملك ذات معينة غير نقد فى نظير عوض بما يدل عرفا على رضا المتعاقدين.

ويستفاد مما تقدم أن البيع فى الفقه الاسلامى تمليك وتملك فالبائع يملك المبيع للمشترى ويمتلك الثمن. ويملك المشترى الثمن للبائع ويمتلك المبيع ويتم ذلك بحكم الشرع وعلى سبيل التأبيد.

ثالثاً : مشروعية البيع

البيع جائز شرعاً بنص القرآن والسنة والاجماع، اما القرآن فلقوله تعالى **﴿وأحل الله البيع﴾**[4] وقوله تعالى **﴿واشهدوا إذا تبايعتم﴾**[5] . وأما السنة فلقوله ﷺ «البيعان بالخيار ما لم يتفرقا»[6] وقوله ﷺ «رحم الله رجلا سمحاً إذا باع وإذا اشترى واذا قضى وإذا اقتضى» [7]. واما الاجماع فقد أجمع المسلمون أن

---

(١) د. عبد الناصر توفيق العطار - أحكام العقود فى الشريعة الاسلامية والقانون المدنى ص ٥٦.

(٢) ثمن المبيع فى الفقه الاسلامى هو «دين» أى شىء موصوف فى الذمة سواء كان من النقود أو غير النقود - المرجع السابق ص ٥٩.

(٣) المرجع السابق ص ٥٧ والهامش.

(٤) سورة البقرة الآية ٢٧٥.

(٥) سورة البقرة الآية ٢٨٢.

(٦) رواه الشيخان بالاتفاق كما رواه ابن عمر، حكيم بن حزام - انظر اللؤلؤ والمرجان باب الصدق فى البيع والبيان.

(٧) رواه البخارى عن جابر - انظر البخارى بشرح السندى - باب السهولة والسماحة فى الشراء والبيع ص ٧ ج ٥.

من باع معلوما من السلع حاضراً بمعلوم من الثمن وقد أحاط البائع والمشترى بالسلعة معرفة، وهما جائزا الأمر، ان البيع جائز[1].

صيغة العقد ومقدار اتصالها بآثاره

ليست كل العقود تترتب عليها آثارها فى الحال، فبعض العقود تترتب عليها أحكامها فور انعقادها، وبعضها يتأخر ترتيب الأحكام عليه الى زمن مستقبل يحدده العاقدان، والبعض الآخر قد لا يترتب عليه احكامه مطلقا اذا ما كان العقد معلقا على شرط غير محقق الحصول لذلك كانت صيغة العقد وطبيعته أيضا هى الفيصل فى ترتيب آثار العقود. فالصيغة وحدها قد تكون كافية فى ترتيب آثار العقود بمجرد الانتهاء منها، وقد لا تكفى الصيغة وحدها فى ترتيب أحكام العقد وذلك فى العقود التى يتوقف تمامها على القبض[2] لذلك كان من هذه العقود ما هو منجز، ومنها ما هو مضاف إلى زمن مستقبل، ومنها ما هو معلق على شرط من الشروط.

والأصل فى العقود التنجيز الا عقدى الوصية والايصاء فانهما مضافان دائماً إلى ما بعد الموت ولو جاءت صيغتها منجزة، وغيرهما من العقود يصح تنجيزها من غير استثناء.

تعريف العقد المنجز:

وقد ذهب الفقهاء إلى تعريف العقد المنجز بانه ما صدر على وجه تترتب عليه آثاره فى الحال بان تكون صيغته غير معلقة على شرط باداة من أدوات التعليق[3]

---

(١) الاجماع لابن المنذر ص ٩٤ - ط دار الافاق الجديدة بيروت.

والبيع أما أن يقع على عين بعين أو ثمن بثمن أو ثمن بعين أو عين بثمن وتسمى الأول مقايضة والثانى صرفا والثالث سلما والرابع «وهو المطلق عند الفقهاء» فليس له اسم خاص: رد المحتار على الدر المختار - ج١ ص ٢ كتاب البيوع.

(٢) العقود التى يتوقف تمامها على القبض كعقود الهبة والصدقة والعارية والوديعة والرهن والقرض والشركة والمضاربة (الشيخ على الخفيف - مختصر أحكام المعاملات الشرعية ص ٧٥).

(٣) أدوات التعليق هى إن واخواتها - (الشيخ على الخفيف - المرجع السابق).

ولا الاضافة إلى زمن مستقبل سواء كانت مطلقة أو مقترنة بشرط[١] .

حكم العقد المنجز:

تترتب عليه آثاره بمجرد انعقاده، وهو ما يعنى أن ثمة التزام شرعى يترتب على إنشاء العقد، وقد جعل الشارع العقد سبيلا لثبوت هذه الآثار.

والأثر الشرعى الذى يترتب عليه عقد البيع هو انتقال ملكية المبيع إلى المشترى وانتقال ملكيته إلى البائع [٢] ، وذلك أن هذه العقود إنما وضعت شرعا لافادة التمليك فى الحال فاذا كانت الصيغة غير مؤدية لذلك كانت غير محققة لهذا المقتضى فلا تدل على العقد ولاينعقد بها[٣] .

ومن هنا جاء تعريف الأحناف للعقد الصحيح بأنه ماكان سببا صالحا لترتيب حكمه وآثاره عليه، ويكون كذلك متى صدر عن أهله وكان محله قابلا له ولم يعرض له أمر أو وصف يجعله منهيا عنه شرعا، فان كان العقد بيعا لزم لصدوره صحيحا أن يباشره شخصان مميزان بايجاب وقبول متوافقين دالين على انشائه فى محل قابل لحكمه، وهو المال المتقوم، ولم يقترن به توقيت ولا جهالة فى البيع ولا عدم تقوم فى الثمن ولم تلابسه جهالة فاحشة ولم يصاحبه مايوجب غررا، أو يفضى إلى نزاع أو يؤدى إلى فقد شرط من شروط صحته ولاغير ذلك مما جعله الشارع سببا للنهى عنه[٤] .

---

(١) تكون الصيغة مضافة إلى زمن مستقبل ومطلقة كان يقول شخص لآخر أجرتك دارى هذا شهراً ابتداء من الآن بكذا، فيقول الآخر قبلت، ومثال الاقتران بشرط أن يقول أجرتك سيارتى هذه ابتداءً من الآن ثلاث ساعات بشرط أن تدفع لى الأجرة مقدما فيقول قبلت (محاضرات فى الفقه الاسلامى - جامعة الأزهر - للشيخ محمد خاطر وآخرين ص ٣٧).

(٢) الشيخ على الخفيف - مختصر أحكام المعاملات الشرعية - ص ٥٥ - مطبعة السنة المحمدية، وأحكام العقود فى الشريعة الاسلامية والقانون - د. عبد الناصر العطار ص ٥٩.

(٣) الشيخ محمد أبوزهرة- الملكية ونظرية العقد فى الشريعة الإسلام ص٢٦١ - دار الفكر العربى.

(٤) الشيخ علي الخفيف - المرجع السابق- ص١١٢-١١٣ الأموال ونظرية العقد للشيخ محمد يوسف موسى ص٤٤٠ ط دار الفكر العربى ، الشيخ محمد خاطر وآخرين فى محاضرات فى الفقه الإسلامى ١٩٧٠ ص٤٠.

ولما كان المعقود عليه هو لب العقد ومقصوده وغايته، فضلا عن كونه الركن الثانى من أركان العقد بعد الايجاب والقبول فانه من الأهمية بمكان ان نفصل فى هذا الموضع ماجاء مجملا فى التعريف المتقدم بخصوصه ومنه ننتقل إلى بيان مدى مشروعية التعامل على تلك الأصول والتى تكون محل التعامل لمختلف العقود فى أسواق الأوراق المالية.

لخص الفقيه المالكى ابن رشد «الحفيد» ما اشترطه الفقهاء فى المعقود عليه فى شرطين اثنين وهما سلامة المعقود عليه من الغرر والربا، قال وينتفى الغرر عن الشيء بأن يكون معلوم الوجود، معلوم الصفة، معلوم القدر، مقدورا على تسليمه وذلك فى الطرفين الثمن والمثمون(١).

وتناول صاحب أقرب المسالك لمذهب الامام مالك فى شرحه الصغير شروط المعقود عليه بقوله(٢).

- طهارة: فلا يصح بيع نجس ولامتنجس لايمكن تطهيره.

- وانتفاع به شرعا : فلا يصح بيع آلة اللهو .

- وعدم نهى عن بيعه: ذكر نهى رسول الله ﷺ عن ثمن الكلب ومهر البغى.

- وقدرة على تسليمه : فلا بيع طير فى الهواء ولا وحش فى الفلاة .

- وعدم جهل به: فلايصح بيع مجهول الذات ولا القدر ولا الصفة.

على أنه يمكننا حصر الشروط التى عليها أكثر الفقهاء فيما يكون محلا لعقد فى الآتى:

١- وجوده عند العقد : فلا ينعقد بيع المعدوم وماله خطر العدم .

٢- قابليته لحكم العقد شرعا، فلا ينعقد البيع مالم يكن المبيع مالا متقوما مملوكا،

---

(١) ابن رشد الحفيد- بداية المجتهد ونهاية المقتصد جـ٢ ص٢١٨ .

(٢) الشرح الصغير على أقرب المسالك لمذهب الامام مالك للشيخ العلامة أحمد الدردير جـ٤ ص٢٤.

فغير المال، والمال غير المتقوم، والمال المتقوم غير المملوك كل ذلك تأبى طبيعته التعاقد عليه وكل عقد يرد عليه يكون باطلا[1] .

٣- أن يكون المبيع مملوكا للبائع وقت البيع، فان لم يكن مملوكا للبائع وقت البيع لا ينعقد البيع وإن ملكه بعد ذلك بوجه من الوجوه[2] .

٤- أن يكون محل العقد متعينا ومعلوما علما نافيا للجهالة للطرفين خاليا من كل غرر يؤدي إلى تنازع أو يفضى إلى خلاف بين المتعاقدين وان يكون كذلك خاليا من الربا.

٥- ان يكون مقدوراً على تسليمه.

وقبل أن نشرع فى تطبيق الأصول والشروط المتقدمة على البيوع الناجزة فى أسواق الأوراق المالية نتناول فى إيجاز شديد ماهية هذه البيوع وماهية المعقود عليه والآثار المترتبة علي إنعقاد العقد.

البيوع العاجلة في أسواق الأوراق المالية على أوراق الشركات:

تطلق البيوع العاجلة على الصفقات التى يجرى تنفيذها فى قاعات التداول بأسواق الأوراق المالية على أصول مالية تمثل حقوقا لأصحاب المشروع على أصوله المادية، وتتحدد أسعارها من خلال آليات السوق وهما العرض والطلب عند أعلى سعر يعرضه المشترون وأدنى سعر يقبله أو يطلبه البائعون.

ويجرى التقابض فور انتهاء التعاقد بتسليم المبيع واستلام الثمن، ويطلق على هذه العمليات البيوع العاجلة أو الناجزة أو النقدية[3] .

---

(١) د. السنهورى – مصادر الحق فى الفقه الإسلامى – العقد جـ٢ ص٩٣ دار النهضة.

(٢) الشيخ محمد خاطر وآخرين- محاضرات فى الفقه الإسلامى لطلبة الأزهر الشريف .

(3) Spot markets provide investors with opportunities for the purchasse and sale of assests for immediate deliverey and immediate payment kenuth garbade, securities Markets ch, 15, p 304.

تطبيق الأصول والشروط :

من حيث الركن الأول من أركان العقد وهو الايجاب والقبول .

عرف فقهاء المسلمين الايجاب بأنه ما صدر ابتداء من أحد العاقدين، والقبول ماصدر ثانيا.

ويستفاد من ذلك أن الايجاب قد يصدر من البائع كما قد يصدر من المشترى فاذا صدر الايجاب من البائع كان القبول من جانب المشترى، واذا صدر الايجاب من جانب المشترى كان القبول من جانب البائع.

وفى أسواق الأوراق المالية يجرى عقد الصفقات عند أعلى سعر يعرضه المشترون وأدنى سعر يقبله البائعون أو علي العكس من ذلك عند أدنى سعر يعرضه البائعون وأعلى سعر يقبله المشترون.

فاذا قيل أن البيع فى هذه الأسواق إنما هو من بيوع المزاد وقد ذهب إلى ذلك كثير من الكتاب وأشهر الموسوعات وهى الموسوعة البريطانية، ونصت على ذلك صراحة بعض اللوائح المنظمة لأعمال البورصات[1] قلنا قد سبق لنا رد هذه الشبهة فى موضع سابق وأثبتنا عدم صحة هذا التكييف أو ذاك التخريج للأسلوب الذى يتم به تحديد الأسعار لماشابه من قصور يدركه علماء الأصول والذين يرون أن الحكم على الشىء فرع من تصوره، وشتان بين بيوع المزاد وهذه البيوع، ومع هذا فاننا نتناول فى هذا الموضوع حكم بيع المزايدة لا لانطباقه على هذه البيوع ولكن لكون بيع المزايدة احد شقى التعامل فى هذه الأسواق وصارت البيوع شبيهة ببيع المزاد الأمر أدى إلى اختلاط الأمر على المتخصصين.

حكم بيـــع المزايدة :

بوب له البخارى بعنوان بيع المزايدة، وذكر عن عطاء: «أدركت الناس لا يرون

---

(١) تقضى المادة الثانية من القرار رقم ١ لسنة ٨٤ فى شأن قواعد ونظام تداول الأسهم بسوق الكويت للأوراق المالية، بأن يتم تداول الأوراق المالية داخل قاعة السوق عن طريق المزايدة المكتوبة.

بأسا فى بيع المغانم فيمن يزيد[1] » وعن أنس رضى الله عنه قال: باع النبى ﷺ حلسا وقدحا، قال من يشترى هذا الحلس والقدح؟ فقال رجل اخذتهما بدرهم، فقال النبى ﷺ من يزيد؟ فاعطاه رجل درهمين فباعهما منه[2] .

وذكر ابن رشد الحفيد أن الجمهور أجمع على جواز بيع المزايدة[3] ، وذكر الشوكانى حديث أنس وما حكاه البخارى عن عطاء، ونقل كذلك عن ابن حزم ان البيوع فى السلعة التى تباع فيمن يزيد لا يحرم إتفاقا كما حكاه فى الفتح ابن عبدالبر[4] .

وذكر الامام النووى فى شرحه على صحيح مسلم فى باب تحريم بيع الرجل على بيع أخيه وسومه على سوم أخيه أن السوم فى السلعة التى تباع فيمن يزيد فليس بحرام[5] وأكد صحة هذه البيوع صاحب المعاملات التجارية فى ميزان الشريعة الإسلامية[6] .

مدي تحقق الشروط في المعقود عليه :

فاذا انتقلنا إلى الشروط الواجب توافرها فى المعقود عليه وقمنا بتطبيقها على الأصول المالية محل التعاقد فى أسواق الأوراق المالية التى تتعامل فى أصول حاضرة فيما اصطلح عليه بالبيوع النقدية أو العاجلة استبان لنا الآتى:

(١) البخارى بشرح السندى جـ٢ ص١٧ عيسى الحلبى .

(٢) التاج الجامع للأصول فى أحاديث الرسول ﷺ جـ٢ ص٢١١ للشيخ منصور على ناصف، وأيضا رواه ابن قدامة قال: فروى أنس ان رجلا من الأنصار شكى إلى النبى ﷺ الشدة والجهد فقال له بقي لك شىء؟ قال بلى، قدح وحلس، بكسر الحاء قال فاتنى بهماو فأتاه بهما، فقال من يبتاعهما، قال رجل اخذتهما بدرهم فقال النبى ﷺ من يزيد على درهم؟ فأعطاه رجل درهمين فباعهما منه، رواه الترمذى وقال حديث حسن، وهذا ايضا اجماع المسلمين يبيعون فى أسواقهم بالمزايدة- المغنى - جـ٤ ص١٦١.

(٣) ابن رشد - بداية المجتهد ونهاية المقتصد - جـ٢ ص٢١٠ ط دار الكتب الحديثة .

(٤) الامام الشوكانى - نيل الأوطار - جـ٥ - باب النهى عن بيع الرجل على بيع أخيه وسومه فى المزايدة - ص١٦٧- ١٦٩ مكتبة الدعوة الإسلامية .

(٥) صحيح مسلم بشرح النووى جـ١٠ ص١٥٨- المطبعة المصرية ومكتبتها .

(٦) د. يوسف قاسم - التعامل التجارى فى ميزان الشريعة الإسلامية ص٥٠ دار النهضة العربية ط١٩٨٠.

- المعقود عليه فى هذه الأسواق ليس من قبيل المعدوم ولا ماله خطر العدم حيث يجرى التعامل فى هذه الأسواق على أصو ل مالية حاضرة، وتترتب آثار العقد فور انعقاده بتسليم وتسلم الثمن والمثمون أى بتمليك المبيع للمشترى والثمن للبائع.

- من حيث اشتراط ملكية البائع للمبيع وقت العقد، فقد جرى العمل فى معظم البورصات على قيام السمسار الموكل من قبل البائع بالتحقق من ملكية هذا الأخير للأوراق المالية التى يرغب في بيعها، بل لقد ذهبت بعض اللوائح المنظمة لأعمال البورصات إلى ما هو أبعد من ذلك، بتخويلها للسماسرة المعتمدين الحق فى مطالبة البائع بتسليمه الأوراق المالية التى يرغب فى بيعها قبل الشروع فى عرضها للبيع أو إتمام التعاقد[1] .

- من حيث اشتراط القدرة على التسليم فان تحقق الشرطين المتقدمين وعلى الوجه سالف الذكر مؤداهما إفادة القدرة على تسليمه، فاذا قيل أن وجود الشىء لايفيد القدرة على تسليمه، قلنا انما يتحقق ذلك فى البياعات التى إفترضها الفقهاء كبيع العبد الآبق والبعير الشارد، والعين المغصوبة التى يعجز صاحبها عن استردادها من مغتصبها، وهو مالا يتحقق فى الأصول المالية التى يجرى التعامل عليها فى أسواق الأوراق المالية والتى هى من جنس المنقولات التى يتسلمها سمسار البائع ويلتزم بتسليمها لسمسار المشترى بعد اتمام التعاقد.

---

(١) تنص المادة ٤٨ من النظام الداخلى لسوق عمان المالى رقم ٢٦ لسنة ٨٠ فى الفقرة الرابعة أنه على الوسيط عدم القيام بالتعامل بالأوراق المالية إلا بعد التأكد من حيازة شهادة ملكية لأسهم من قبل مالكها أو من ينوب عنه قانونا، أو احضار وثيقة من الشركة مصدرة الأسهم بعدد الأسهم وأن الشهادة بحوزتها وليست محجوزة أو مرهونة أو مفقودة ولم يعط شهادة جديدة بدلا منها وتنص المادة التاسعة من قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية رقم ١ لسنة ٨٤ فى شأن قواعد نظم تداول الأسهم بالسوق على الآتى يجب علي الوسيط قبل ان يسجل أمر البيع الصادر من عميله ان يتأكد من ملكيته للأورق المالية التى كلفه ببيعها، وتقضى المادة ٦٩ من القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ باللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية فى مصر بأنه يجب على السمسار التحقق من رصيد الأوراق او ثمنها لدى العميل صاحب الشأن قبل اجراء التعاقد..

- من حيث قابلية المعقود عليه لحكم العقد شرعا، فقد تقدم القول بعدم انعقاد البيع مالم يكن المبيع مالا متقوما مملوكا، وأن غير المال، والمال غير المتقوم والمال غير المملوك كل ذلك تأبى طبيعته التعامل عليه، ومن حيث كون المعقودعليه في هذه الأسواق مالا فهذا أمر لانزاع فيه، فالمال فى اللغة كل ما ملكته من جميع الأشياء[١] ومن حيث كونه مالاً متقوما مملوكا فلانجد بمعايير الفقهاء مايقدح فى سلامة المعقود عليه من هذا الوجه[٢] .

ومن ثم تعين القول بقابليته لحكم العقد شرعا، ويعزز ماانتهينا إليه فتوى الشيخ حسن مأمون والتى قال فيها: اسهم الشركات التى يشتريها الناس وتكون قيمتها مجتمعة هى رأس مال الشركة موزعا على جميع المساهمين فيها، تعتبر عروض تجارة وتجب فيها الزكاة[٣] .

وكذا الفتوى الصادرة من مفتى الديار المصرية والتى قال فيها: اعتبارالسهم عروض تجارة دون نظر إلى نوعية الشركة ونشاطها لأن الأسهم والسندات أموال

---

(١) وقال ابن الأثير أن المال فى الأصل ما يملك من الذهب والفضة ثم اطلق على كل يقتنى ويملك من الأعيان، لسان العرب لابن منظور- والمال فى اصطلاح الفقهاء قريبا منه فى اللغة فقد عرفه، بعضهم بانه مايميل اليه الطبع ويمكن ادخاره لوقت الحاجة وعرفه بعضهم بانه مايجرى منه البذل والمنع- أبوزهرة- المرجع السابق.

(٢) عرفه الفقهاء المال المتقوم بانه ماحيز وجاز الانتفاع به شرعا فى حال السعة والاختيار وهى الحال التى لايكون الإنسان فيها مضطرا الى الانتفاع به وغير المتقوم هو مالا يتوافر فيه أحد الأمرين، فالميتة والدم والخمر والخنزير مال غير المتقوم ولا يصح ان يكون احدهما محل تعاقد بين مسلمين أو بين طرفين احدهما مسلم لان ذلك جميعه ليس بمال عند المسلمين، والطبل والمزمار كذلك لان هذه الآلات ليست مالا لأنها موضوعة للهو والفساد، والمال المتقوم هو مايصلح أن يكون محلا لمعاوضة مالية، بينما الأموال المباحة لا يصح بيعها ولا هبتها ولا الوصية بها لعدم تقويمها ومثل ذلك السمك فى الماء والطير فى الهواء والذهب فى المناجم، كما لايجوز بيع المساجد لانها ليست مملوكة لاحد من العالمين، وقد سمى المال الذي يجوز الانتفاع به شرعا مالا متقوما لان الشارع إعترف بقيمته الذاتية وأباح الانتفاع به بكل طرائق الانتفاع، وهو مصون، ومن تعدى عليه غرم والزم بقيمته أو ماله، ويقابل المال غير المتقوم فى القانون الوضعى المواد التى يحرم تناولها فهى بمثابة مال غير متقوم ويعد احرازها جريمة ومن أتلفها فلاعقوبة عليه. (الشيخ على الخيف- محمد ابوزهرة - مرجعين سابقين).

(٣) الفتاوى الإسلامية فى القضايا الإقتصادية ابريل ٩٠ .

اتخذت للاتجار بها ولها اسواقها «البورصات» ومن يتجر فيها بالبيع والشراء قد يكسب منها أو يخسر فيها، وهذا مأميل إلى الأخذ به[1] .

- ومن حيث كون المعقود عليه خاليا من كل غرر يؤدى إلى تنازع أو يفضى إلي خلاف بين المتعاقدين:

قدمنا فى الباب الأول أن بورصة الأوراق المالية ماهى الا سوق كسائر الأسواق تلتقي فيها قوى العرض والطلب ويتحدد من خلال تفاعلهما الأثمان، ووجه الخلاف بين هذه السوق وغيرها من الأسواق هو أنه بينما يجرى التعامل فى مختلف الأسواق على الثروة أى على أصول مادية أو حقيقية فان التعامل يجرى فى أسواق الأوراق المالية على أصول مالية أو غير مادية تمثل حقوقا على هذه الثروة، ولأن حقوق أصحاب المشروع يتعذر تصفيتها لحساب احد الشركاء فى شركات المساهمة ظهرت الحاجة إلى هذه الأسواق حيث تباع الحقوق وتشرى دون مساس بأصل الثروة المتمثلة فى أصول المشروع.

ولما كانت البيوع على الوجه المتقدم اشبه ببيع الغائب، والغائب هنا هو حصة الشريك فى رأس مال الشركة وأرباحها المحتجزة من سنوات سابقة، وبمعنى آخر هى حصة الشريك فى كافة أصول الشركة وممتلكاتها والتى يجرى تقويمها من جانب السوق حيث تعبر مجموع القيم السوقية لأسهم الشركاء عن قيمة الشركة من وجهة نظر المجتمع في لحظة معينة.

وفى معنى الغائبة يقول صاحب كفاية الأخيار الشافعى أنها: الحاضرة التى لم تر «ثم بين حكم بيع الغائب بقوله» ان كان على عين غائبة لم يرها المشترى ولا البائع أو لم يرها احد العاقدين ففى صحة بيع ذلك قولان، احدهما وينص عليه فى القديم والجديد انه لايصح وبه قال الأئمة الثلاثة وطائفة من أئمتناوأفتوا به، منهم البغوى والرويانى، قال: النووى فى شرح المهذب «وهذا القول قاله جمهور العلماء

---

(١) المرجع السابق ص ٧٨- المفتى الشيخ جاد الحق.

من الصحابة والتابعين ونقله الماوردى عن جمهور أصحابنا ونص عليه الشافعى فى ستة مواضع والجديد الأظهر ونص عليه الشافعى أنه لايصح لأنه غرر وقد نهى رسول الله ﷺ عن بيع الغرر[1] .

وقد نقل الينا صاحب الفقه على المذاهب الأربعة وجه الاتفاق والاختلاف بين فقهاء المذاهب الأربعة فى مسألة بيع الغائب[2] .

١- الشافعية : قالوا لايصح بيع الغائب سواء كان المبيع غائبا عن مجلس العقد رأسا أو موجودا به ولكنه مستتر لم يظهر لهما ولا فرق فى ذلك بان يوصف بصفة تبين جنسه كأن يقول: بعتك إردبا من القمح الهندى أو القمح البلدى أو لا، كان يقول بعتك أردبا من القمح ولم يذكر أنه هندى أو بلدى، فانه مادام غائبا عن رؤيتها فان بيعه لا يصح على أى حال، وهذا القول هو الأظهر عندهم، وهناك قول آخر خلاف الأظهر وهو أنه يصح بيع الغائب إن علم جنسه بوصف يبينه، والقول الثانى، موافق لما ذهب إليه الأئمة الثلاثة من صحة بيع الغائب المعلوم جنسه بالوصف على أن يكون للمشترى الخيار فى رده عند رؤيته.

٢- الحنفية : قالوا لايصح بيع الغائب الذى لم يره العاقدان سواء كان موجودا بمجلس العقد أو لا، وانما يصح بشرطين.

الأول : ان يكون المبيع مملوكا للبائع.

الثانى : ان يبينه بما يرفع الجهالة الفاحشة عنه.

٣- المالكية لايصح البيع بدون رؤية إلا اذا تحقق واحد من أمرين.

احدهما : وصف السلعة بما يعين نوعها أو جنسها .

---

(١) كفاية الأخيار في حل غاية الاختصار جـ١ ص٢٤٠ ط عيسى البابى الحلبى.

(٢) عبدالرحمن الجزيرى- الفقه على المذاهب الأربعة الجزء الرابع - ص٢١٤- ٢٢٣ - دار الارشاد للتأليف والطبع والنشر.

ثانيهما : ان يشترط الخيار برؤية المبيع[١] .

٤- الحنابلة : قالوا يصح بيع الغائب بشرطين :

الأول : ان يكون المبيع من الأشياء التى يصح فيهاالسلم وهى الأشياء التي يمكن تعيينها بالوصف كالمكيلات والموزونات .

الثانى: ان يصفه بالصفات التي تضبطه وهى الأوصاف التي يترتب على ذكرها وعدمه اختلاف فى الثمن غالبا .

أما فقيه الاندلس أبو محمد بن حزم فيري جواز بيع الغائب وجواز النقد ولزوم البيع اذا وجد على الصفة التى وقع البيع عليها بلا خيار[٢] .

وقد بلور إبن رشد فى براعة سبب الخلاف بين الفقهاء من خلال تساؤله هل نقصان العلم المتعلق بالصفة عن العلم المتعلق بالحس هو جهل مؤثر فى بيع الشيء فيكون من الغرر الكثير؟ ام ليس بمؤثر وانه من الغرر اليسير المعفو عنه؟ ثم أجاب عن ذلك ملخصا آراء الفقهاء، فالشافعى رآه من الغرر الكثير، ومالك رآه من الغرر اليسير وأما أبو حنيفة فانه رأى أنه اذا كان له خيار الرؤية انه لاغرر هنا.

ومن حيث أن خيار الرؤية لايلائم طبيعة البياعات التى تتم فى أسواق الأوراق المالية، تعين ان يكون المعقود عليه موصوفا وصفا دقيقا منضبطا من شأنه رفع الجهالة المحيطة بالشيء المبيع ودرء الخطر الناتج عن الغرر.

ومن حيث ان المعلومات المنشورة عن المراكز المالية للشركات وكذا القوائم والتقارير المالية المرافقة لها لاتفصح بالقدر الكافى عنها بل يكتنفها ويظهر فى معالجتها نواحى القصور وتكاد تلقى باستار كثيفة على مافى الشركة وادارتها من

---

(١) لايقصد بالرؤية بيان جنس المبيع، فتعيين جنس المبيع امر طبيعي، اذ لا يصح بيع مالم يعلم جنسه أصلا انما المراد بالرؤية العلم بذات المبيع واوصافه الاساسية لان من الأوصاف مالا يتحقق الرضا الا بها، وعليها يتوقف العلم بملاءمة المبيع للغرض المطلوب له- أنور سلطان - العقود المسماة سنة ١٩٥١.

(٢) المحلى- لابن حزم الجزء الثانى ص ٣٣٧- دار التراث.

مثالب وعيوب، واذا كان من المتصور ان هذه البيانات مؤداها الكشف عن حقيقة المراكز المالية للشركات ونتائج أعمالها وأصولها وممتلكاتها وأرباحها واحتياطياتها وقروضها والتزاماتها وايراداتها ومصروفاتها، فحقيقة الأمر أن هذه البيانات الموجزة المقتضبة فى حاجة إلى مايزيل ابهامها ويرفع الجهالة عنها.

وعلى الرغم من ذلك فان حجم وقيمة البيانات والمعلومات المنشورة تختلف من سوق لآخر باختلاف تشريعات مختلف البلدان والحدود الدنيا من البيانات التى تلتزم هذه الشركات بمقتضى هذه التشريعات بنشرها بل إن مراقبى الحسابات الذين يجري تعيينهم وعزلهم بمعرفة الجمعيات العامة للمساهمين ويجرى تفويضهم فى مراقبة حسابات الشركة وجرد اصولها وتقويمها والكشف عن أية مخالفات مالية، تكاد تخلو تقاريرها من أية بيانات تفصيلية عدا تلك العبارات التقليدية التى تنص عليها القوانين حسب أصول المراجعة المرعية فلا هي تفصل مجملا ولا توضح مبهما ولا تعالج نواحى القصور فى التقارير المالية المنشورة.

وفى ضوء هذه الحقائق فاننانقرر مطمئنين أن محل التعاقد فى أسواق الأوراق المالية على اختلاف درجات كفاءاتها يشوبه الغرر، والبيانات المنشورة لا ترفع عنه الغرر، ولا تدرء عنه الخطر، وليس بوسع أحد أن يزعم تطابق العلم بالصفة من العلم بالحس فى هذه البيوع، والغرر فيها بين الفاحش واليسير والفاحش فيها غير قليل، الا انه يمكن وضع الضوابط والمعايير والتى من شأنها رفع هذه الجهالة من منظور إسلامى .

والمعاملات النقدية او العاجلة على الأسهم العادية لشركات المساهمة تخلو تماما من شبهة الربا، اما ماعدا ذلك من الأدوات المالية والتي لم نجز فى المباحث المتقدمة التعامل عليها بيعا ولا شراء كالسندات ذات العائد الثابت، والسندات ذات العائد المتغير غير المرتبط بنتيجة النشاط والأسهم الممتازة فالربا محقق فيها جميعا، وأما حصص التأسيس فقد انتهينا أيضا إلى عدم جواز التعامل عليها لماتنطوى عليه من أكل أموال المساهمين بالباطل فى حين أن أصحابها ليسوا مساهمين وليسوا دائنين.

صور أخرى من البيوع

بقى أن نشير إلى أن البيوع التى تناولناها فى هذا المبحث ليست هى كل البيوع التى تتم فى السوق العاجلة، بل ان هناك صوراً أخرى من البيوع يجرى التعامل بها فى أسواق البيوع العاجلة Spot markets والتعامل عليها أكثر شيوعاً فى أسواق الدول الرأسمالية الغربية وهذه البيوع ضربين.

احدهما: البيع على المكشوف Short Sale

وثانيهماالشراء أو المتاجرة بالحد Trading on Margin

وهاتان الصورتان هما أعلى صور المضاربة بمفهومها الغربى وإن شئت فقل المقامرة.

وتقوم هذه البيوع بقيام المضاربين الذين احترفوا التعامل فى هذه الأسواق ببيع مالا يملكونه من أصول مع التزامهم بالتسليم الفورى أو شراء أصول بما لايمتلكونه أو يقدمونه من أثمان مع التزامهم بالسداد الفورى(١).

ولذلك ذهب أحد الآراء إلى اعتبار هاتين الصورتين من البيوع شيئاً واحداً وانها من قبيل التجارة بالحد(٢)

ولعله من الأمور المثيرة للدهشة حقاً أن يجرى التعامل فى أسواق البيوع الفورية أو العاجلة علي مثل هذه البيوع ولكن الدهشة لاتلبث أن تزول بعد كشف النقاب عن أساليب تنفيذها.

---

(١) وقد آثرنا أن نتناول هذه البيوع استقلالا عن البيوع السابقة رغم انها تتم فى سوق واحدة نظراً لاختلاف طبيعتها وأساليبها الأمر الذى حدا بالبعض إلي اغفالها عند تناوله للبيوع العاجلة وإصداره للأحكام الشرعية دون معالجة هذه البيوع، ومن ذلك الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية ج٥ رأى التشريع الإسلامى فى مسائل البورصة ص ٣٩، أحمد محيى الدين - عمل شركات الاستثمار الإسلامية فى السوق العالمية - رسالة ماجستير ص ١٨٥.

(2)Ashort Transaction is also a margin Trade. It differs From The margin purshases in That short seller owes stock Than money - Robert wessel cit p 220.

١ - البيع على المكشوف Short Sale

عرفته الموسوعة الأمريكية بأنه الذى يحدث عندما يبيع شخص مالا يملكه بعد

A short sale occurs when a person sells shares that he does not yet own(1).

وعرفه Fredridk Amling بقوله «البيع على المكشوف - فى جوهره - هو بيع لأوراق مالية مقترضة على أمل أن ينخفض السعر فإذا انخفض السعر قام المتاجرون بالأوراق المالية بشراء الأوراق التى باعوها وإعادتها إلى مالكها ويجرى تسهيل تنفيذ هذه العملية من خلال سمسار أوراق مالية والذى يرتب لعملية الشراء وحينما يقوم شخص ما بالبيع على المكشوف يقال انه أخذ مركزاً قصيراً To Take a short Position بينما يفترض فى حالة شراء الأوراق المالية للاستثمار الابقاء عليها أمداً طويلا(٢).

وعرفه "Robert Wessel" بأنه عملية مضاربية تستهدف تمكين التجار من التربح من خلال انخفاض أسعار الأسهم.

Ashort sale is a speculalive Transaction Designed To enable traders To profit from declining stok prices·

ويتم البيع عادة من قبل المضارب "Speculator" وإن شئت فقل المقامر "Gambler" على أمل أن يتمكن من خلال انخفاض السعر - حسبما يتوقع خلال عدة جلسات متصلة بأن يغطى مركزه بربح. وذلك إذا ما قام فى تاريخ لاحق بشراء الأوراق التى سبق له بيعها بسعر أقل من سعر بيعها توطئةً لتسليمها إلى المشترى الأصيل.

ولكن لما كانت هذه البيوع تتم فى أسواق عاجلة Spot Markets فإنه يتعين علي

---

(1) Encyclopedia Amaicanna. Op cit P 256.

(2)Fredrick Amling investmants Ch 18. Op Cit P. 526

البائع أن يقوم بتسليم هذه الأوراق إلى المشترى فى خلال مهلة قصيرة لاتزيد عن يوم واحد فى معظم البورصات(١) وتصل إلى أربعة أيام فى بورصة نيويورك (NYSE)(٢).

ولما كان المضارب الذى يبيع على المكشوف Short seller لايمتلك الأوراق التى يعتزم بيعها فإنه يعطى السمسار امراً ببيعها محدداً تحديدا دقيقا كميتها ونوعها ويقترضها من سمسارة حتى يتمكن من تنفيذ التزامه وغالباً ما توجد هذه الأوراق لدى السمسار وتكون خاصة بمتعاملين غيره فإذا لم تكن لدى سمساره فإن هذا الأخير يقوم باقتراضها من سمسار آخر.

It is customary for brokers to loan Certificates To one another so that short sale transactions may be Completed(3).

وعادة ما يكون اقراض الأوراق المالية لمدة يوم واحد يتحدد تلقائيا ما لم ينهه أحد الطرفين وطبيعى أن يحاول البائع مد فترة اقتراض الأوراق المالية حتى تنخفض أسعارها بالقدر الذى يأمله وحينئذ يقوم المضارب بشرائها بسعر أقل من السعر الذى باع به منتفعاً بفارق السعر(٤).

وقد جرت العادة أن يطلب سمسار الأوراق المالية من عميله الذى أصدر له أمراً أن يبيع له قدراً معيناً من أسهم معينة على المكشوف، أن يودع لدى سمساره مبلغا من المال يعادل قيمة الأسهم المقترضة أو أن يحتجز السمسار لديه قيمة

---

(1)Roberl Wessel . Op Cit P 219 "The seller is short as he lacks What he has sold. All sales at the stock exchage are Particularly spot - Cash, delivery being requested within 24 hours with rare expectations.. or failing To do so must. borow The necessary Securties to deliver "new Standard Dictinary New York, 1960 دار الكتب المصرية

(٢) د.معبد الجارحى – نظرة إسلامية إلى الأسواق العالمية والسلعية (صندوق النقد العربى ص ١٣٦).

(3)Robert wessel Principles Of Financial Analysis P 219

(٤) د. معبد الجارحى – مرجع سابق ص ٣٦.

الأسهم المبيعة والتى اقترضها منه العميل كضمان وحماية لنفسه.

ولانزاع بين المتعاملين والمشتغلين بشئون البورصات أن البيع على المكشوف بالمخاطر محفوف، فاحتمال ارتفاع السعر قائم، بينما البائع مضارب على الهبوط الأمر الذى يصبح معه البائع مهدداً باحتمال تغطية مركزه بخسارة كبيرة(١).

وقد تقوم جماعات الضغط ببيع كميات كبيرة من الأوراق المالية علي المكشوف مستهدفة بذلك قهر الأسعار وانخفاض القيم السوقية للأوراق ثم اعادة شرائها.

وقد تمتنع الأطراف المشترية عن اعادة بيع الأوراق المشتراه لاحراج البائعين على المكشوف cornering The market حينئذ سوف يجد البائع على المكشوف نفسه مضطراً لشراء الأوراق بأى ثمن يفرضه المضاربون المتلاعبون بالسوق والأسعار MANIPULATING SPECULATORS حتى يتمكن من تسليم الأوراق المقترضة(٢).

والبيع على المكشوف علي الوجه المتقدم يقتضى وجود بائع على المكشوف Short- seller يدخل السوق مضارباً على الهبوط وفى الجانب الآخر مشتر لمركز طويل Long Position يدخل السوق مضارباً علي الصعود Bullish(٣).

ونعرض فيما يلى لحالة افتراضية لعمليات البيع علي المكشوف تم اقتباسها من أحد المراجع الأجنبية.

---

(1) Clearly, Short selling is risky, since the share Prices Could rise considerably and force The seller To Cover at a great loss "Encylopedia Americanna Op. Cit P. 766.

(2)Amanipulating specualur who obtains a Corner on the maket can squeeze short seller and profit from this action (Jack clark francis, managemenl of investmeat Ch. 15 P 1156.

(٣) يوصف القائمون بالبيع القصير بالدببة بينما يوصف المشترون لمركز طويل بالثيران أو المتفائلين – معبد الجارحى – ونفس المرجع السابق.

أحداث حالة افتراضية لبيع على المكشوف من خلال أحد بيوت السمسرة[1].

The Events of Hypothetical Short Sale

التاريخ والعملية	العميل شاكر	العميل حامد	بيت السمسره فؤاد شاهين	العميل صابر
١٥ يناير عملية شراء مستقلة	اشترى العميل شاكر ١٠٠ سهم شركة فايزر وتركهم لدى بيت السمسره فؤاد شاهين وشركاه			
١٠ فبراير تمت عملية بيع على المكشوف		توقع حامد هبوط اسعار فايزر فطلب من السمسار فؤاد شاهين أن يبيع له على المكشوف مائة سهم فايزر	قام بيت السمسرة بعملية بيع على المكشوف كتعليمات العميل حامد وشراء العميل صابر لأسهم ذات الشركة	اشترى صابر ١٠٠ سهم فايزر عن طريق بيت السمسرة المذكور دون أن يعلم أنها قد بيعت عن طريق بائع على المكشوف
١٥ فبراير تم التسليم للأسهم المباعه على المكشوف	تم إقراض الأسهم المملوكة لشاكر الخاصه بشركة فايزر إلى حامد من خلال بيت السمسره شاهين دون إخبار شاكر بذلك	إقترض حامد الأوراق المملوكه أصلاً لشاكر عن طريق بيت السمسره فؤاد شاهين	قام بيت السمسرة فؤاد شاهين بتسليم أسهم شاكر المائة إلى صابر وحصل على قيمتها نقداً	قام صابر باستلام المائة سهم المملوكة لشاكر دون أن يعلم أنه قد اشتراها من بائع على المكشوف
٣ مارس تم تغطية المركز المكشوف		قام حامد بتغطية مركزه بشراء مائة سهم فايزر بسعر السوق اليوم وقام بيت السمسرة فؤاد شاهين بإعادتهم إلى شاكر	قام بيت السمسره فؤاد شاهين بشراء مائة سهم فايزر لحامد ووضعها فى ملف شاكر فإذا ما كانت تكلفة هذه الأسهم أدنى (أو أكثر) من سعر البيع فى ١٠ فبراير فإن حامد يحصل على الربح أو الخسارة	
٨ مارس أعيدت الأسهم المقترضة .	أعيدت الأسهم فى ملف شاكر دون أن يعلم بخروجها			

والحالة الافتراضية المتقدمة تكشف الغطاء تماما عن حقيقة هذا النوع من البيوع والذى اصطلح على تسميته فى الأسواق الفورية أو العاجلة بالبيع على المكشوف شأنه فى ذلك شأن البيوع التى يجرى تنفيذها فى أسواق البيوع الاجلة تأسيساً على أن البائع لايمتلك ما يبيعه وان كان قادرا بأساليب التحايل على تسليمه. وقد استبان لنا أن البائع والسمسار قد تاجرا بأموال غيرهما دون إذنهم ولاسابق علمهم ولحسابهما وليس لحسابهم، إذ استباح السماسرة لأنفسهم التصرف فيما لديهم من أوراق تخص بعض العملاء دون اذنهم وقاموا باقراضها لغيرهم ممن أصدروا أوامر إليهم ببيعها بغية التربح من ورائها فى غفلة من أصحابها، على أن يعيدوا شراءها وقتما تتنخفض اسعارها ثم لتدور الدائرة.

ولعله من المستغرب أن الاعراف السائدة بين هذه الطائفة من السماسرة – وان شئت فقل القراصنة – تتيح للسمسار أن يقترض من سمسار غيره الأوراق المالية التى يصدر إليه أمر ببيعها إذا لم تتوفر لديه هذه الأوراق كماً ونوعاً أو توافرت لديه أنواعها ولم تتوفر لديه الكميات المطلوب بيعها ثم يقوم السمسار المقترض باقراضها للعميل الذى يتولى السمسار نيابة عنه بيعها ثم إعادة شرائها عند انخفاض أسعارها.

ولعله من المثير للدهشة حقا أن كلا السمسارين لايمتلك الأوراق التى إقترضها، والعميل المقترض بالطبع لايمتلك الأوراق التى باعها، والمشترى لا علم له أنه يشترى أوراقاً لايملكها بائعها، ثم بعد ذلك يذهب نفر من الكتاب المتخصصين ومنهم من تولى سنام أمر سوق المال فى مصر إلى القول بأن البيع على المكشوف شرط أساسى لقيام البورصة بوظيفتها الرئيسية وهى ايجاد أسواق دائمة ومستمرة(١) بينما يذهب الرأسماليون الذين نشأت البورصة فى أحضان بلادهم إلى القول بأن البيع على المكشوف شر مستطير(٢).

---

(١) معهد التخطيط القومى – مذكرة ١٣٣١ لسنة ١٩٨٢ اعداد المستشار محمود فهمى رئيس الهيئة العامة لسوق المال.

وإننا لاندرى أن سوق تلك التى يقصدها أهى سوق البيع والشراء فى أموال الاستثمار أم هى منتديات للقمار؟.

(2)Short Selling is evil because seller is Disposing ofThe Property of other people, Charles Amos Dice Cit P. 169.

موقف الفقة الإسلامى من البيع على المكشوف فى الأسواق العاجلة التى لايتاخر فيها تسليم الثمن ولا المثمن

على الرغم أن هذه البيوع يجرى فيها والتسليم والتسلم والتمليك والتملك إلا أن الشرع الإسلامى لايقرها من عدة وجوه بعضها يتعلق بالسمسار الصادر إليه الأمر بالبيع والبعض الآخر يتعلق بالعميل الذى أصدر أمر البيع.

بالنسبة للسمسار: التصرفات التى باشرها السمسار ينطبق عليها ما قرره الفقهاء بالنسبة لتصرفات الفضولى.

الفضولى فى اللغة: والفضولى فى اللغة هو إسم لكل شخص يتصرف فى حق الغير بلا إذن شرعى منه(١) وفي المعجم الوسيط من لم يكن ولياً ولا وصياً ولا أصيلاً ولا وكيلاً.

الفضولى شرعاً: هو من يتصرف تصرفاً شرعياً ليست له ولاية عليه كمن يبيع مالا يملك من غير ولاية أو وكالة وكمن يشترى لغيره مالم يوكله فى شرائه وليست له عليه ولاية الشراء وهكذا من العقود وسائر التصرفات التى يتصرفها الشخص من غير ولاية أو وكالة فيها فيعتبر فضولياً فى تصرفه(٢).

حكم تصرفات الفضولي شرعاً:

الشافعية: قال الشافعى «تصرفات الفضولى لاتنعقد بل تصدر باطلة وجاء فى المجموع فى تصرفات الفضولى ما نصه أن مذهبنا المشهور بطلانه ولايقف على الاجازة - قال - وبهذا قال أبو ثور وابن المنذر فى أصح الروايتين عنهم قال وقال مالك يقف البيع والشراء والنكاح على الاجازة

---

(١) الامام محمد أبو زهرة - الملكية ونظرية العقد فى الشريعة الإسلامية ص ٣٥٥. دار الفكر العربى.
(٢) المرجع السابق.

فإن اجازة من عقد له صح وإلا بطل[1].

ووجهة نظر الشافعي أن عقد الفضولى باطل غير منعقد أصلا لسببين:

أولهما: ان رسول الله صلى الله عليه وسلم قال لحكيم بن حزام لاتبع ما ليس عندك[2].

ثانيهما: ان أساس الانعقاد الولاية الشرعية على العقد فالولاية كالأهلية شرط لصلاحية العبارة لعقد العقود ولا ولاية إلا بأن يكون العاقد ذا شأن فى العقد أو تكون له نيابة عن صاحب الشأن بولاية أو وكالة.

وقد ساق صاحب المجموع أحاديث أخرى غير حديث حكيم بن حزام تأييداً لرأى الشافعي منها انه صلى الله عليه وسلم قال «لاطلاق إلا فيما تملك ولا عتق إلا فيما تملك ولا بيع إلا فيما تملك ولا وفاء نذر إلا فيما تملك[3].

الحنابلة: يرى الحنابلة أن العقد لاينعقد أصلاً، بل هو باطل فلا تلاحقه إجازة صاحب الشأن وفى هذا جاء فى كشف القناع أن من باع ملك غيره بغير اذنه ولو بحضرته وسكت لم يصح البيع ولو اجازة المالك بعد لفوات شرطه[4].

المالكية: من شروط لزوم العقد عندهم ان يكون العاقد مالكاً أو وكيلاً عن مالك فلا يلزم بيع الفضولى[5] وقد تقدم القول عن صاحب المجموع: قول مالك بوقف البيع والشراء على الاجازة اللاحقة كالاذن أو الوكالة السابقة[6].

الظاهرية: وعند ابن حزم انه لايحل لأحد أن يبيع مال غيره بغير إذن صاحب

---

(١) الامام محمد أبو زهرة – الملكية ونظرية العقد فى الشريعة الإسلامية ص ٣٥٥ – ٣٥٧.

(٢) وأصل حديث حكيم ابن حزام انه قال سألت رسول الله صلى الله عليه وسلم فقلت يأتيني الرجل يسألني من أبيع ماليس عندى ابتاع له من السوق ثم ابيعه منه قال لاتبع ما ليس عندك.

(٣) أبو زهرة مرجع سابق – والحديث أخرجه أبو داود والترمذى عن عمرو بن شعيب وذكره ابن حجر فى بلوغ المرام تحت رقم ١٠١٨ قال ونقل عن البخارى أصح ما ورد فيه.

(٤) د.محمد يوسف موسى – الأموال ونظرية العقد فى الفقة الإسلامى ص ٢٨٠ دار الفكر العربى ط ٨٧.

(٥) الجزيرى – الفقه علي المذاهب الأربعة ج ٢ ص ١١٨.

(٦) الأموال ونظرية العقد في الفقه الإسلامي – محمد يوسف موسى دار الفكر ص ٣٨٠.

المال له فى بيعه. فإن وقع فسخ أبداً سواء كان صاحب المال حاضراً يرى ذلك أو غائباً. ولايكون سكوته رضاً بالبيع طالت المدة ام قصرت ولو بعد مائة عام قال.. وبرهان ذلك قوله تعالى ﴿ولاتكسب كل نفس إلا عليها﴾ وقول رسول الله صلى الله عليه وسلم ان دماءكم وأموالكم واعراضكم وابشاركم عليكم حرام»[١].

وحيث أن ممارسة السمسار لهذا النوع من البيوع يجعله فضولياً وهو الأمر الذى كشفت عنه الحالة الافتراضية التى تناولناها والتى تطابق الواقع من كل وجه فالسمسار فى هذه الحالة الافتراضية لم يكن أصيلاً ولا وكيلاً ولا ولياً ولا وصياً حينما أقدم على بيع الأوراق المالية المملوكة لاحد عملائه دون إذنه أو سابق علمه، وهو كذلك لم يكن ليسعى إلى الحصول على اجازة صاحب الشأن لهذه التصرفات لأنه انما قام به لمصلحته ولحساب عميل آخر وهو أحد الذين يبيعون مالا يملكون.

ومن هنا فلا خلاف مطلقاً على فساد هذا النوع من البيوع وبطلانه عند من قال من الفقهاء ببطلانه أصلاً ومن جعل البطلان موقوفاً على عدم إجازة صاحب الشأن.

فإذا قيل أن السمسار بحكم وظيفته هو وكيل بالعمولة قلنا:

١ - إنه لم يكن موكلاً من قبل صاحب الأوراق المالية المودعة لديه فى بيعها والوكيل كما ذكر صاحب المغنى لايملك من التصرف إلا ما يقتضيه إذن موكله من جهة المنطق أو العرف[٢] فإذا باع مال موكله بغير إذنه لم يجز[٣].

٢ - إن بيعه للأوراق المالية المودعة لديه لم يكن بصفته وكيلاً عن صاحب الشأن وانما بصفته وكيلاً عن غير ذى صفة أو شأن (الأمر بالبيع) إذ قام ببيع أوراق

---

(١) المحلى لابن حزم ج ٨ ص ٤٢٤ مسألة ١٤٦٠ ط دار التراث والحديث الذى ذكره ابن حزم أخرجه مسلم فى صحيحه فى كتاب الحج باب النبي صلى الله عليه وسلم عبد الرحمن بن بكره عن أبيه وأورده صاحب مختصر شعب الايمان (القزوينى) ص ٦٠ مكتبة التراث الإسلامى والآية من سورة الانعام رقم ١٦٤.

(٢) المغنى لابن قدامة - ج ٥ - مرجع سابق ص ١٣١.

(٣) المرجع السابق ص ١٣٩.

الأصيل لحساب هذا الأخير متاجرة بأموال الغير دون علمهم ومن وراء ظهورهم.

فإذا قيل أن المال كان وديعة لدى السمسار قلنا إن الوديعة فى اللغة ماخوذة من السكون ويقال ودع الشىء إذا سكن فكأنها ساكنة عند المودع وهى أيضا الترك[1] ويشهد لذلك قوله تعالى﴿ما ودعك ربك وما قلا﴾[2]

وقد فرض على من أودعت عنده وديعة حفظها أو ردها إلى صاحبها إذا طلبها لقوله تعالى ﴿وتعاونوا علي البر والتقوي ولا تعاونوا علي الاثم والعدوان﴾[3].

ولقوله تعالى ﴿ان الله يأمركم أن تؤدوا الامانات إلي أهلها﴾[4].

وقد ورد فى الحديث عن أبى هريرة رضى الله عنه عن رسول الله ﷺ إنه قال «ثلاث من كن فيه فهو منافق وان صام وصلى وزعم انه مسلم إذا حدث كذب وإذا وعد اخلف وإذا أؤتمن خان»[5].

وذكر ابن المنذر في اجماعاته «اجماعهم علي أن المودع ممنوع من استعمال الوديعة خوفا من اتلافها[6].

فإن قيل فانما ضارب بالمال قلنا لم يضارب به لحساب صاحب المال، وانما لحساب غيره ومصلحته هو كسمسار.

ومع هذا ذكر الامام الشافعى فيما لو إتجر الرجل للرجل فتعدى فقال إذا

---

(١) نيل الأوطار للشوكانى ح ٥ - كتاب الوديعة والعادية ص ٢٩٦ - مكتبة الدعوة.

(٢) سورة الضحى - الآية ٣.

(٣) سورة المجادلة.

(٤) سورة المائدة الآية ٢ - والعبارة لابن حزم - المحلى ج ٨ كتاب الوديعة مسألة ١٣٨٨.

(٥) أخرجه مسلم فى صحيحه فى كتاب الايمان باب خصال المنافق ج ٢ المطبعة المصرية ص ٤٨، وكذا فى مختصر شعب الايمان القزوينى عن البيهقى ص ٥٦ وجاء قول القرطبى ان الامانة تشمل أعداداً كثيرة لكن أمهاتها الوديعة واللُقطة والرهن والعارية.

(٦) الاجماع لابن المنذر مرجع سابق ص ١٠٣.

ابتضع الرجل مع الرجل بضاعة وتعدى فاشترى بها شيئاً فإن هلكت فهو ضامن وان ربح فالربح لصاحب المال كله إلا أن يشاء تركه.

ولذلك فإننا لانرى مع هذه الأدلة إلا أن هذه النوع من البيوع والذى يطلق عليه فى أسواق الأوراق المالية «البيع على المكشوف» باطل من جميع الوجوه.

٢ - الشراء بالحد Trading on Margin

يطلق البعض على هذا النوع من البيوع انه شراء بالهامش[١] ونحن نميل إلى ما أصطلح عليه الممارسون فى المعاملات الشبيهة والمماثلة بالتعامل بالحد أو الشراء بالحد.

ويجرى التعامل بهذا الاسلوب فى معظم الأسواق الرأسمالية وهو يشبه البيع على المكشوف من حيث أن كلا منهما يقوم على القرض ووجه الاختلاف بين هذين النوعين من البيوع أن البائع على المكشوف يقترض من سمسارة نقوداً ليشترى له مزيداً من الأوراق المالية التى أصدر إليه الأمر بشرائها.

وأساس التعامل فى هذا النوع من البيوع أن يقوم المشترى بدفع نسبة معينة من القيمة السوقية للأوراق التى يرغب فى شرائها. أما باقى الثمن فيعتبر قرضاً يقدمه السمسار للمشترى ويتقاضى عليه فائدة شهرية وترهن الأوراق المشتراه لدى السمسار كضمان للقرض حيث، يقوم هذا الأخير بالاقتراض بضمانها من البنك ولكن بسعر فائدة أقل.

وتختلف نسبة الحد The margin باختلاف القواعد واللوائح والنظم الحاكمة للتعامل في مختلف البورصات[٢] ويعبر عادة عن الحد بأنه

$$\frac{\text{نسبة المال المملوك للمستثمر}}{\text{مجموع المال المستثمر}}$$

(١) د. معبد الجارحى - نظرة إسلامية إلى الأسواق المالية والمساهمة مرجع سابق ص ١٣٧.

(2)The New york stock exchchange requires a minimum margin of 25 Cent of The Currenl market Price charles Amos Dice Op. Cit p 158.

فلو قام العميل بشراء أوراق قيمتها ٥٠٠٠ دولار دفع منها ٢٠٠٠ دولار نقداً واقترض ٣٠٠٠ دولار من السمسار، ثم قام بايداع الأوراق المالية المشتراه كضمان لدى السمسارسوف نلاحظ أن مقدار الحد هنا يتمثل فى القيمة التي يزيد بها الضمان وهو ٥٠٠٠ دولار عن قيمة القرض وهو ٣٠٠٠ دولار أى الفان ونسبته ٤٠٪، ومن هنا يمكن القول ان قيمة الحد تتماثل بالضرورة عند الشراء مع مبلغ النقود الذى أودعه العميل لدى السمسار، وهو ماعبر عنه احد الكتاب بالأتى:

The margin in anyTransaction is the amount by which the value of the collateral exceeds the sum owed to the borker,at the time a purchase is made, the margin is necessarily the same as the sum of money deposited by the cilent with the broker(1)

فاذا انخفضت قيمة الأسهم فى السوق فصارت ٤٠٠٠ دولار بدلا من خمسة آلاف وكانت قيمة القرض أصلا ثلاثة آلاف، انخفضت قيمة الحد إلى ١٠٠٠ دولار فقط، وبالتالى تنخفض نسبة الحد إلى ٢٥٪ فاذا ما تحقق ذلك ولازم سوء الحظ هذا المضارب فانه سوف يتلقى فورا من سمساره إخطارا لرفع الحد Margin call فاذا لم يكن بوسع هذا المضارب أن يدفع أى مبلغ اضافى يطلب منه، فسوف يقوم السمسار فى الحال ببيع الأوراق المالية المودعة لديه حتى يتمكن من استئداء قيمة القرض والفوائد المستحقة على عميله ويسدد له مايتبقى(٢) .

وتتميز هذه الأنواع من البيوع بارتفاع درجة المخاطرة وعوائدها فى آن واحد، إلا أن عنصر المخاطرة لايصيب المخاطر أو المضارب وحده بل يتعدى ذلك احيانا ليصيب الأسواق بالكساد والبلاد بأخطر الأزمات.

أما من ناحية المخاطرة فحرى بنا أن نسجل هنا ان هذا النوع من البيوع احد أسباب أزمة الكساد الكبير سنة ١٩٢٩ وكذلك إحداث الانهيار الاخير الذى شهدته

---

(1)Robert Wessel, op. cit, p 210

(2) Jack Clark francais op. cit. p 102

اسواق الأوراق المالية العالمية فى أكتوب ١٩٨٧ فيما وصف بانه أكبرنكسة لها منذ ازمة الكساد الكبير عام ١٩٢٩.

وتفسير ذلك أنه ما أن تهبط الأسعار قليلا من خلال تقلبها المعتاد أو على أثر اذاعة بعض المؤشرات الإقتصادية والتى يعتمد عليها بعض المستثمرين كأدوات تقريبية لتحديد الاتجاهات المستقبلية حتى يسارع السماسرة إلى مطالبة عملائهم بسداد الفروق حفاظاعلى نسبة الحدود The margins فان تقاعسوا عن السداد أو عجزوا عن الوفاء، باع السماسرة الأوراق المالية المودعة لديهم كضمان، وحينما يبيع السماسرة تتعرض الأسعار لمزيد من النزول وتتدفق أوامر البيع وتزداد حجم البيوع، وربما اغرقت أوامر البيع السوق دون وجود المشترين القادرين على امتصاص هذه الأوامر وإيقاف هذا النزيف، فاذا لم تتخذ اجراءات حاسمة من قبل السلطات المالية والنقدية لكبح جماح عروض البيع والقضاء على حالة الذعر والهلع ليس بين المضاربين فحسب، بل والمستثمرين ايضا انهارت الأسواق واشتدت حدة الأزمات.

ولذلك لم يفت الكتاب المتخصصون فى شئون البورصات والتمويل والاستثمار أن يلفتوا الأنظار- الى خطورة هذه البيوع وانها كانت أحد أسباب ازمة الكساد الكبير عام ١٩٢٩ والتى تشبه إلى حد كبير أحداث الانهيار فى اكتوبر عام ١٩٨٧[١].

---

(1) (a) Many economists believe that excessive margin trading was one of the factors that caused security prices to rise as high as they did in the late 1920 s and then decl ine to the depths which they did in the early 1930s, It is estimated that 1.500.000 persons were trading on magin in 1929. It would seem that excessive speculation was bad for the country as a whole and that margin trading should be kept within limi ts charles Amos Dice, stock Market op. cit. p. 1963.

(b) The irrational spaculation based on margin trading was found in the "New ERA" market of the 1920 when margins averaged, about 20 per cent , (Robert wessel op. cit. p.218)

هذا من ناحية المخاطرة، أما من ناحية عوائد المخاطرة والتي ينبغي دائما ان تتناسب مع حجم المخاطرة، فحسب العميل الذى كان بوسعه أن يشترى أوراق مالية قيمتها خمسة آلاف دولار امريكى أن يصبح بمقدوره فى ظل هذا النظام أن يشترى أوراقا مالية قيمتها عشرة آلاف دولار.

فاذا توجه العميل إلى أحد سماسرة الأوراق المالية وطلب إليه أن يستثمر له مبلغ خمسة آلاف دولار فى أسهم احدى الشركات الناجحة، حينئذ يسأله السمسار عما اذا كان يرغب فى استثمار أمواله استثماراً خالصاً Pure investment أم خليطا بين الاستثمار والمضاربة .To have a spculative to it

وسوف يقوم السمسار بابلاغ العميل ان بوسعه من الآن ان يشترى له أوراقًا مالية قيمتها عشرة آلاف دولار وانه لن يدفع سوى ٥٠٪ من قيمتها وأنه «أى السمسار» سوف يقوم باقراضه النصف الآخر من قيمتها بمعدل الفائد السائد، وطبيعى ان يقع العميل أسيرا لهذا العرض المغرى من جانب السمسار دون أن يفطن إلى إمكانية حدوث نزول فى السعر يضاعف من حجم خسارته، حيث تمكن السمسار من السيطرة على تفكير العميل والذى استغرق تماما فى احتمالات الربح وآمال المستقبل حينئذ يكون العميل نصف مستثمر ونصف مضارب.

He Is half investor, half speculator

فاذا حقق كسباً انفتحت شهيته للمزيد وقد يفكر فى زيادة حجم المخاطر دون زيادة رأس ماله، لتصبح ثروته بين ليلة وضحاها خمسون ألف دولار، بدلا من خمسة آلاف، وإذا جاءت الريح بغير ماتشتهى، وانخفضت الأسعار فسوف ينهار ولكنه يستمر حتى يخرج صفر اليدين[1] .

---

(1) Fiancais w. Hirst The stock Exchange, a short of Investment and speculation london 1945.

موقف الفقه الاسلامي من عمليات
الشراء بالحد

لما كان من الثابت من العرض المتقدم للكيفية التى تتم بها هذه البيوع انها تقوم على أساس القرض المشروط بفائدة ثابتة محددة زمناً ومقداراً.

ولما كان عقد القرض فى هذه البيوع قد اجتمعت فيه عناصر ربا الديون الثلاثة وهى:

١ - وجود دين مستقر فى الذمة لطرف على آخر.

٢ - الأجل.

٣ - زيادة مشروطة فى الدين مقابل الأجل.

لذلك فان القول بحرمة هذا النوع من البيوع ليس محل منازعة أو خلاف كما تقدم القول والتفصيل فى المباحث السابقة.

المبحث الثاني
البيوع الآجلة الباتة القطعية

مقدمة في البيوع الآجلة

لقد نما القطاع غير المنتج وازداد وزنه النسبى فى الاقتصاد الرأسمالى، وحل صنع النقود محل صنع السلع والفائدة محل الربح، ولم يعد الاقتصاد الرمزى للمال والاثمان مرتبطا ارتباطا عضوياً بالاقتصاد الحقيقى للسلع والخدمات بوصف الاقتصاد الرمزى تعبيراً بالضرورة عن الاقتصاد الحقيقى وتبرز المضاربة «بمفهومها الاقتصادى» بوصفها نشاطاً جوهرياً لرأس المال، لا يتحرك بهدف التصحيح - كما يزعم الزاعمون - وانما بهدف الكسب والمزيد من الكسب لرأس المال.

إن من أخطر ما يجرى الآن من اعادة هيكله لأسواق النقود وأسواق رأس المال هو ما يمس آلياتها، حيث صارت الآليات الأساسية هى آلية القرض أو الدين وحيث يجرى التحول من القرض للانتاج إلى القرض للقرض أو لمزيد من القروض.

لذلك لم يعد مستغرباً ان صار التعامل الآجل صناعة وان شئت فقل انه صار ادارة لصناعة النمو. لقد زاد الانتاج الصناعى بنسبة ٢٥٪ من عام ١٩٧٧ إلى عام ١٩٨٥ بينما زاد حجم التعامل الآجل خلال ذات الفترة بنسبة ٣٧٠٪.

فى الستينات كانت السوق الآجلة مرتبطة بحركة السلع اما الآن فانها تقوم على أساس المضاربة التى تصل إلى حد المقامرة.

لقد قفزت قيمة العقود الآجلة فى بورصة نيويورك من ٣,٩ مليون دولار فى عام ١٩٦٠ إلى ١٦٠ مليون دولار فى عام ١٩٨٥، وصار الربح فى القطاع المالى أعظم منه فى قطاع الانتاج[1].

---

(١) المقدمة معظمها مقتبسة من كتاب «الرأسمالية تجدد نفسها للدكتور فؤاد مرسى - سلسلة عالم المعرفة - مارس ١٩٩٠ - وبتصرف ص ٢٩٠.

ان أحدا لا يستطيع أن يتطرق إلى مسألة البيوع الآجلة بمفهومها العلمى واللغوى دون أن يخرج منها إلى الأزمة التى عصفت بسوق الكويت والتى اصطلح على تسميتها بأزمة سوق المناخ. فقد سرت حمى تداول الأسهم الخليجية وصاحب تداولها مضاربات شرسة Wild cat speculation واشتد سعار هذه الحمى بالنسبة للأسهم التى كان يجرى تداولها بالأجل.

وما لبث النشاط ان تدنى بهذه السوق بشكل حاد ومفاجىء ليصل عدد الأوراق المتعامل عليها فى شهر سبتمبر ١٩٨٣ إلى ٧٢ مليون سهم مقابل ٢٠٨ مليار سهم جرى تداول معظمها خلال الشهور الثلاثة السابقة على شهر سبتمبر.

بل إنه لما يستلفت النظر حقا أن بلغت قيمة الشيكات التى ارتبطت بعقود البيع الآجل حوالى ٢٧ مليار دينار، فى حين لم تتجاوز القيمة الاجمالية لجميع المعاملات التى تمت على أسهم شركات المساهمة المدرجة فى السوق الرسمية خلال الأعوام الخمسة من ١٩٧٨ - ١٩٨٢ مبلغ ٨,٦ مليار دينار(١).

وقد كان من الأسباب التى ساقها المحللون الاقتصاديون وخبراء المال والاستثمار والتى أدت لأزمة سوق المناخ، تلك القرارات التى صدرت فى عام ١٩٧٧ بشأن:

- ايقاف تأسيس شركات مساهمة، واستمرار الحظر حتى منتصف عام ٧٩.

تحجيم زيادة رءوس أموال الشركات المدرجة إلى أدنى حد.

- شراء الدولة لأسهم شركات القطاع الخاص المتداولة.

وقد كان من نتيجة هذه القرارات ان لجأ المتعاملون الى تأسيس شركات مسجلة إسماً فى دول خليجية خارج الكويت.

---

(١) أسواق الأوراق المالية العربية - اعداد المؤسسة العربية لضمان الاستثمار بالكويت عام ٨٥ ص ١٦٢، أسواق رأس المال فى الدول العربية - صندوق النقد العربى عام ٨٥ ص ١٢٧.

وفى رأينا أن السبب الحقيقى وراء أزمة سوق المناخ يخلص فى مسألتين احداهما اقتصادية والأخرى تنظيمية.

أما أولاهما فهى ان ثمة فجوة كبيرة بين المقدرة الاستيعابية Absorbtive Capacity للهياكل الاقتصادية والأصول المادية للاقتصاد الوطنى الكويتى من جهة وبين المقدرة التمويلية والتى تتمثل فى المدخرات الوطنية المتزايدة والتى نتجت عن زيادة أسعار البترول خلال السبعينات من جهة أخرى.

واما التنظيمية فتتعلق برفع الحظر عن البيع إلى أجل فى البورصات

البيوع الآجلة والبيع إلي أجل

وقبل أن نلج فى مسألة البيوع الآجلة وجب علينا التنبيه إلى أن ثمة خطأ شائعاً سرى بين العوام والخواص، منشؤه الخلط بين البيع الآجل بمدلوله الاقتصادى والدارج استعماله بين المشتغلين بأعمال البورصات خاصة، والبيع إلى أجل والذى اصطلح على تسميته ببيع النسيئه. ففى البيع الأول تأجيل الثمن والمثمن ولا يترتب عليه بالتالى تسليم ولا تسلم ولا يترتب عليه كذلك تمليك حقيقى ولا تملك بينما فى البيع إلى أجل ينصب التأجيل على الثمن دون المثمن[1].

مفهوم البيع الآجل:

عرف البعض العمليات الآجلة بأنها تلك التى يتفق فيها الطرفان على تأجيل

---

(١) ومن الخلط ما جاء فى مذكرة البنك الصناعى الكويتى عن سوق الأوراق المالية بالكويت اعداد د. حازم الببلاوى والتى ورد بها ص ١٨ Forward Deals in Kuwait, dominate the stock market ثم يعود ليبين وجه الاختلاف بين الصفقات الآجلة فى الكويت وغيرها بقوله Kuwait forward Deals differ from the usual forward transaction known in other markets. Kuwait Forwardsales are spot sales with credit. the kuwait stock Market (1946 - 1980) I. B. K.

وأيضا ما ورد من كتاب أسواق رأس المال فى الدول العربية ص ١٢٧ « تنبهت عدة مؤسسات للأخطار المتوقعة لعمليات البيع الآجل والتى دعت إلى عقد مؤتمر لتطوير سوق الأسهم «أسامة الأنصارى» ومن المعروف أن البيوع الآجلة فى التعريف غير مصرح بها والمقصود هو بيوع النسيئه.

التسليم ودفع الثمن إلى يوم معين يسمى يوم التصفية، وان الغرض الأساسى من عقد هذه العمليات الحصول على ربح يأخذه المضارب يمثل قيمة الفرق بين السعر الذى عقدت به العملية وبين السعر يوم التصفية(١).

وعرفها آخرون بأنها العمليات التى يلتزم بموجبها كل من المشترى والبائع بتصفيتها فى تاريخ مقبل معين، يجرى فيه التسليم والتسلم، ما عدا حالات التأجيل التى يتفق فيها الطرفان على شروط تأجيلها وتعويضها(٢).

وعرفها آخرون بأنها تلك العمليات التى يقصد بها المضاربة ويؤجل فيها تسليم الأوراق وكذلك دفع ثمنها إلى تاريخ مقبل هو تاريخ التصفية وتتخذ التصفية أحد أشكال ثلاثة:

١ - أن يقوم المضارب بتسليم الأوراق تسليماً فعلياً إذا كان بائعاً ويستلمها إذا كان مشتريا.

٢ - أن يبيع ما اشتراه أو يشترى ما باعه ويقبض الفرق.

٣ - أن يؤجل التصفية إلى ميعاد التصفية التالى مقابل دفع مبلغ معين يسمى بدل التأجيل.

وعلى المتعامل أن يخطر سمساره برغبته فى التأجيل قبل ميعاد التصفية وتحصل التصفية مرتين فى الشهر وتستغرق فى المرة الواحدة ثلاثة أيام.

اليوم الأول: تجتمع لجنة البورصة وتقرر أسعار التصفية لكل نوع من الأوراق.

اليوم الثانى: يجتمع السماسرة ويتحاسبون على الفروق.

اليوم الثالث: تدفع الفروق وتسلم الأوراق.

---

(١) فاين كامل - طرق التجارة فى أعمال البورصات.

(٢) هشام البساط - الأسواق المالية الدولية - نقلا عن أحمد محي الدين - عمل شركات الاستثمار الاسلامية فى السوق العالمية.

وأغلب العمليات الآجلة[1] تجـرى على المكشـوف أى أن المضــارب لا يملك الأوراق التى يضارب عليها.

وتنقسم العمليات الآجلة الى قسمين رئيسيين:

١ - عمليات باته قطعية.

٢ - عمليات آجله خياريه أو عمليات بيع الامتيازات Privilege.

وسوف نعالج من خلال هذا المبحث العمليات الآجلة الباته القطعية.

---

(١) وعرف البيع الآجل أيضا بأنه:

Forward markets, in which deals are arranged for Future deliveries, to be paid for an agreed dates or ofter delivery Longman Dic. of Business Eng. P. 205.

البيوع الآجلة الباتة القطعية

ماهية العمليات الباتة

عرفها البعض بأنها تلك التى بت فيها فلا يمكن فسخها أو إلغاؤها، بل يتعين على المتعاقدين تنفيذها(١).

وعرفها البعض: بأنها العمليات التى يكون التعاقد فيها ملزماً للطرفين، فلا يكون لأحدهما حق العدول عن اتمام الصفقة، بل يلتزم البائع بتسليم الأوراق المبيعة التى تعهد بتسليمها، والمشترى بدفع الثمن المتفق عليه(٢).

وعرفها البعض: بأنها التى يكون التعامل فيها بالنقد ولكن تنفيذها يؤخر إلى آجال مضروبة، وهى تلقى على عاتق كل من البائع والمشترى واجبات محترمة لا يرى مندوحة من القيام بها ولا يتوقف تنفيذها على شرط ما. فاذا حل الأجل كان على الشارى مجرد دفع الثمن وعلى البائع مجرد تسليم المبيع، غير أنه يجوز للشارى اذا كان غرضه المضاربة والاكتفاء بأخذ الفرق اذا كان رابحاً أو دفعه اذا كان خاسراً ان يبيع ما اشتراه إلى آخر، فينقل ما عليه من الواجب وماله من الحق إلى الشخص الذى حل محله، كما أن البائع يمكنه أن ينقل مركزه إلى غيره ويحذو حذو الشارى من حيث الاكتفاء بأخذ الفرق أو دفعه(٣).

والتعريف الذى نستخلصه من التعريفات المتقدمة ونرتضيه:

العمليات الباته هى التى يحدد لتنفيذها موعد ثابت يسمى يوم التصفية أو يوم التسوية Settlement date، فيلتزم المشترون بدفع الثمن والبائعون بتسليم المبيع ولا

---

(١) ابراهيم محمد أبو العلا – بورصات الأوراق المالية والقطن ط ٦٠.

(٢) عبد العزيز مهنا – الأسواق وتصريف المنتجات.

(٣) حسين تيمور بك – البورصة وتجارة القطن سنة ١٩١٧.

خيار لأحدهم فى فسخ العقد أو الغائه الا أن لكل من المتعاقدين أن يصفى مركزه بأن يبيع نقدا ما اشتراه آجلاً، وله أو عليه الفرق بين سعرى التعاقد والتصفية ان كان مشترياً، أو أن يشترى عاجلاً ما باعه آجلاً إن كان بائعاً وله أيضا أو عليه الفرق بين سعر التعاقد وسعر التصفية. ولكل من المتعاقدين أيضا أن يؤجل موعد التصفية إلى التصفية المقبلة بنقل مركزه إلى غيره مقابل سداد فائدة أو بدل عن فترة التأجيل تسمى ببدل التأجيل. مثال : بفرض أن أحد المضاربين على الصعود تعاقد على شراء مائة سهم الشركة (س) تسليم يوليو ١٩٩٠ بسعر السهم ١٠ جنيهات الا أنه فوجئ بانخفاض سعر السهم إلى تسعة جنيهات فأمامه أن يلجأ إلى واحدة من ثلاث:

الأولي : استلام الأوراق المتعاقد عليها استلاماً فعلياً ودفع الثمن المقابل وهذا الاحتمال يكون قائماً اذا ما كان المشترى راغباً فى تملك المعقود عليه كأحد اشكال الاستثمار المالى طويل الأجل إلا أن هذا الاحتمال أقرب إلى الافتراضات النظرية منه إلى الواقع لأنه يصطدم بالغرض الذى تبرم من أجله هذه العقود وهو المضاربة[١] على فروق الأسعار. ولو كان المتعاقد راغباً في الاستثمار لكان توجهه إلى أسواق البيوع العاجلة[٢].

الثانية : ان يقوم بتصفية مركزه فيبيع نقداً ما اشتراه آجلاً ويتحمل فرق السعر والذى تبلغ جملته فى هذه الحالة ١٠٠ جنيه، وهو لن يقدم على هذه التصفية الا إذا كانت فروق الأسعار طفيفة وغير مؤثرة، أو إذا استبان له أن الأسعار سوف تتجه إلى مزيد من الهبوط، أما لو كانت فروق الأسعار لصالحه فلم يكن ليتردد لحظة فى تصفية مركزه.

الثالثة : إذا توقع تحسن السعر فى التصفية التالية بما يعوضه عن خسارته

---

(١) المقصود بالمضاربة هنا، المضاربة بمفهومها الاقتصادى الدارج.

(2) A buyer who Wants to take immediate title to an asset should look for a seller of that asset in the spot market. Kennth Garbade - Securities markets Ch. 15. P. 304.

فإنه يصدر إلى سمساره أمراً بتأجيل مركزه، فيبحث له السمسار عن بائع يرغب فى تأجيل التسليم، ويدفع له طالب التأجيل بدلاً معيناً يجرى الاتفاق عليه تبعاً للظروف.

فإذا لم يجد السمسار بائعاً راغباً فى تأجيل التسليم فانه يبحث عن ممول ينقل اليه مركز المضارب حتى ميعاد التصفية التالية، والممول هو ناقل يرغب فى استثمار أمواله، فيتسلم الأوراق بدلاً من المضارب ويدفع ثمنها حسب سعر التصفية أى أنه يشتريها منه نقداً ثم يبيعها له بالأجل مقابل حصوله على بدل التأجيل "Report" ويطلق على الناقل بالفرنسية "Reporteur" وبفرض ان المضارب تمكن من تأجيل مركزه إلى التصفية التالية ١٥ يوليو ١٩٩٠ مقابل بدل تأجيل قدره ٥ ٪، وان سعر السهم قد ارتفع فى تاريخ التسوية التالية إلى ١١ جنيه، فانه من الممكن تصوير مركز المضارب على الوجه التالى:

مركز المضارب

تاريخ التعاقد	تاريخ التسوية	الكمية المتعاقد لها		السعر	جملة المبلغ		البيـــــــان
		شراء	بيع		المتعين قبضه	المتعين دفعه	
١٥ يونيو	أول يوليو ٩٠	١٠٠		١٠		١٠٠٠	المبلغ المتعاقد عليه
	...		١٠٠	٩	٩٠٠		بيع للناقل بسعر التصفية
	...	١٠٠		٩		٩٠٠	شراء إلى التصفية المقبلة
	...			٪ ٠,٥		٤,٥	بدل تأجيل
أول يوليو ١٩٩٠	١٥ يوليو ٩٠		١٠٠	١١	١١٠٠		بيع بعد تحسن مركزه فى التصفية التالية
					٢٠٠٠	١٩٠٤,٥	
					ربح	٩٥,٥ ج	

ويبين مما تقدم ان المضارب المذكور قد تمكن من تحويل خسارته البالغ قدرها

مائة جنيه إلى ربح قدره ٩٥,٥٠ جنيهاً بعد نقل مركزه إلى التصفية التالية.

المضاربة على النزول

وبفرض أن أحد المضاربين على النزول تعاقد على بيع ١٠٠ سهم من أسهم الشركة (ص) تسليم يوليو ١٩٩٠ بسعر ٢٠ جنيها وهو يتوقع انخفاض السعر فى تاريخ التصفية الا أنه فوجىء فى هذا التاريخ بارتفاع السعر إلى ٢١ جنيها، فامامه أن يلجأ إلى واحدة من ثلاث:

الأولى : تسليم الأوراق المتعاقد عليها تسليماً فعلياً واستلام الثمن المقابل، إلا أن هذا الاحتمال غير وارد لأن المضارب على النزول بائع على المكشوف، بمعنى أنه لا يملك الأوراق التى تعاقد على بيعها وهذا هو الأصل فى هذه المعاملات والاستثناء هو تملكه لها.

الثانية : ان يقوم بتصفية مركزه محدداً خسارته بجنيه واحد عن كل سهم. فيشترى نقداً ما باعه آجلاً، ولتصل جملة خسارته فى هذه الحالة ١٠٠ جنيهاً.

الثالثة : اذا توقع تحسن السعر فى التصفية التالية بما يعوضه عن خسارته، فانه سوف يصدر إلى سمساره أمراً بتأجيل مركزه*، فيشترى نقداً وبسعر ٢١ جنيهاً ما باعه آجلاً بسعر ٢٠ جنيهاً. وبفرض أن بدل التأجيل يبلغ ٢٥ قرشاً عن كل سهم فانه يبيع آجلاً بسعر ٢١,٢٥ تسليم التصفية التالية.

وبفرض انه فى تاريخ التصفية التالية بلغ سعر السوق ١٩ جنيها فانه يشترى نقدا بسعر ١٩ جنيها ما باعه آجلاً بسعر ٢١,٢٥ جنيها محققاً ربحاً قدره ٢,٢٥ عن كل سهم، فاذا ما استنزلنا من هذا الربح خسارته السابقة البالغة جنيهاً واحداً عن كل سهم، إستبان لنا أن الخسارة التى بلغت فى مركزه المؤقت ١٠٠ جنيها قد تحولت إلى ربح قدره ١٢٥ جنيها.

---

* ومما تجب ملاحظته فى عملية التأجيل فى التسليم أن البائع على المكشوف يمكنه أن يستبقى مركزه إلى آجال متوالية وسعره يزداد عند كل تصفية بما يدفع إليه من بدل التأجيل (لأنه مقرض) وهذا بخلاف عملية التأجيل فى الاستلام فان توالى التصفيات تزيد السعر على المشترى الذى يطلب التأجيل (باعتباره مقترضاً) - حسين تيمور بك - البورصة وتجارة القطن سنة ١٩١٧.

موقف الفقه الإسلامي من البيوع المصطلح عليها في بورصات الأوراق المالية بالبيوع الآجلة «البيع البات»

قبل أن نشرع فى بيان حكم الشرع الإسلامى فى البيوع الآجلة فى بورصات الأوراق المالية، فثمة ما يتعين الإشارة إليه منذ البداية وهو أن هذا النوع من البيوع المصطلح عليه فى بورصات الأوراق المالية والسلعية بالبيوع الآجلة لا يصح مسماه لغة ولا شرعاً، وذلك أن البيع الآجل ما تأجل فيه الثمن دون المثمن، فأما البيع فى هذه الأسواق فيتأخر فيه تسليم الثمن والمثمن، ويتأجل فيه التمليك والتملك، فإذا استخدمنا لفظ البيع الآجل هنا فإنما نقصد به هذا النوع من البيوع المتعارف عليه فى البورصات بالبيوع الآجلة.

وسوف نتناول رأى الفقه الإسلامى فى هذا النوع من البيوع من حيث:

١- مدى اتصال العقد بأحكامه وآثاره

٢- حكم بيع الإنسان مالا يملكه.

٣- حكم بيع الإنسان مالم يقبضه

٤- حكم بيع الكالئ بالكالئ.

٥- حكم بدل التأجيل.

أولاً: من حيث مدى اتصال العقد بأحكامه وآثاره

تقدم القول فى موضع سابق من هذا البحث أن الأصل فى العقود التنجيز إلا عقدى الوصية والايصاء فإنهما مضافان دائماً إلى ما بعد الموت، وأن العقد المنجز تترتب عليه آثاره الشرعية بمجرد انعقاده، وأن الأثر الشرعى الذى يترتب عليه عقد البيع هو انتقال ملكية المبيع إلى المشترى وانتقال ملكية الثمن إلى البائع.

هذا من ناحية العقود المنجزة، أما العقود المضافة إلى أجل- وهى موضوعنا فى هذا البحث- فهى تلك العقود التى لا تتصل بآثارها وأحكامها، وإذا كانت بعض العقود لا تنعقد إلا مضافة إلى أجل فإن من العقود مالا ينعقد بصيغة مضافة، ولذلك جرى تقسيم الفقهاء لهذه العقود من حيث انعقادها أو عدم انعقادها إلى عدة تقسيمات نتناولها على الوجه التالى:

العقود المضافة إلى أجل:

جرى تقسيم الفقهاء للعقود من حيث انعقادها أو عدم انعقادها إلى ثلاثة أقسام:

١- عقود لا تكون إلا مضافة: وهى عقود الوصية والإيصاء فإنها تكون دائماً مضافة إلى ما بعد الموت ولايمكن أن تتصل أحكامها بإنشائها.

٢- عقود لا تنعقد بصيغة مضافة: وهى العقود التى تفيد تمليك الأعيان فى الحال كعقد البيع وعقد الزواج

٣- عقود يصح أن تكون منجزة ويصح أن تكون مضافة إلى المستقبل: وهى عقودالتمليكات التى لايمكن تحقيق مقتضاها متصلة بصيغتها كالإجارة والإعارة والمزارعة فإنها لتمليك المنافع لا تملك دفعة واحدة.(١)

ولما كانت العقود التى تفيد تمليك الأعيان فى الحال كعقود البيع لا تنعقد بصيغة مضافة إلى أجل، لأن هذه العقود إنما وضعت شرعا لإفادة التمليك والتملك

(١) الإمام محمد أبو زهرة الملكية ونظرية العقد - مرجع سابق ص ٢٦١/ ٦٢

فى الحال، فإذا كانت الصيغة غير مؤدية لذلك كانت غير محققة لهذا المقتضى فلا تدل على العقد فلا ينعقد بها.(١)

وقد يقال أن السلطان الأول فى إنشاء العقد وآثاره التى تترتب عليه هو لإرادة المتعاقدين، لكن الفقه ينظر إلى الأمر نظرة أخرى وهى أن إرادة المتعاقدين هى التى تنشئ العقد حقا، لكن الشريعة تتدخل فى ترتيب مالكل عقد من حكم وآثار(٢) فإذا كان العقد شريعة المتعاقدين فى القانون الوضعى بالنسبة لآثاره وكل ما اشتمل عليه مالم يكن مشتملا على شئ يخالف النظام العام، فكل ما ارتضاه العاقد من أحكام يكون صحيحا واجب الوفاء ولو كان فيه غبن فاحش، أما فى الشريعة الإسلامية فالإرادة تنشئ العقد فقط، بينما أحكام العقود وآثارها تكون من الشارع لا من العاقد فإفادة البيع نقل الملكية من البائع إلى المشترى واستحقاق البائع للثمن وغير ذلك من الأحكام، ليس ذلك من ذات الإيجاب والقبول ولكن لأن الشارع جعل ذلك العقد طريقا لثبوت هذه الآثار.(٣)

وبالنظر إلى العقود التى يتم انشاؤها فى أسواق البيوع الآجلة يبين من أول وهلة أن هذه العقود لا تترتب عليها آثارها فور انشائها. رغم أن عقد البيع من العقود التى تفيد التمليك فى الحال، إذ لايتم تسليم الثمن ولا المثمن ولايفيد العقد تمليك ولا تملك، فلا المشترى تنتقل إليه ملكية المبيع عند انشاء العقد ولا البائع تنتقل إليه ملكية الثمن، وإنما تتأجل آثار العقد وأحكامه إلى يوم التصفية، لذلك كانت صيغة العقد غير مؤدية لإحداث آثاره وأحكامه التى رتبها الشارع وكانت غير محققة لهذا المقتضى. فلا تدل على العقد فلا تنعقد بها. ولآن عقد البيع من العقود التى تفيد تمليك الأعيان فى الحال، لذلك فإنه لاينعقد

---

(١) المرجع السابق

(٢) د. محمد يوسف موسى الأموال ونظرية العقد فى الفقه الإسلامى مرجع سابق ١١/٤١٠

(٣) مسألة أن آثار العقد لا تكون إلا بحكم الشارع وأن العقود ماهى إلا أسباب جعليه شرعية لأحكامها واثارها يكاد يجمع عليها الفقهاء وقد صرحت بها كتب الفقه وبينتها كتب الأصول وذكرتها كتب الفروع. محمد يوسف موسى الأموال ونظرية العقد فى الفقه الإسلامى ص ٤١٢ والإمام محمد أبو زهرة- الملكية ونظرية العقد.

بصيغة مضافة إلى أجل[1].

ويؤكد الدكتور السنهورى ما ذكره ابن رشد عن اجماع الفقهاء على عدم جواز بيع الأعيان إلي أجل إلا أنه يختلف معه في العلة فيقول وقد ذكر ابن رشد فى بداية المجتهد[2] أن الفقهاء قد أجمعوا على عدم جواز بيع الأعيان إلى أجل لما يتعلق به من الغرر. ثم أردف قائلاً، وفى رأينا أن السبب فى عدم جواز بيع الأعيان إلى أجل لايرجع إلى الغرر، بل يرجع إلى اعتبارات معروفة فى الصياغة الفنية فى الفقه الإسلامى، فالتأجيل لايكون إلا فى الديون إذ هى التى تحتملها الذمة، أما الأعيان فلا تحملها الذمة فلا يجوز فى القياس تأجيلها [3] .

---

(١) ومن عجب أن ذهب أحد العلماء المعاصرين إلى الاستشهاد ببعض النصوص التى وردت فى كتب الفروع عن أغلب الأئمة الذين ارتضتهم الأمة لأمر دينها فراح يلوى أعناق تلك النصوص وهو بصدد الاستدلال على سلامة البيوع التى تتم فى أسواق البيوع الآجلة عامدا إلى الخلط بين الألفاظ التى وردت فى عبارات الفقهاء وأقاموا على أساسها الأحكام وذات الألفاظ التى شاع استعمالها فى العلوم غير الشرعية والتى لا تدل على معانيها، فقد ذهب صاحب كتاب معاملات البورصة فى الشريعة الإسلامية إلى القول بالآتى: تقوم المضاربة على التعامل الآجل فتعقد الصفقات بين البائع والمشترى على أن يتم التنفيذ فى أجل محدد، وهو ما يثير مدى شرعية البيع الآجل، وأردف قائلاً، ولو أردنا التعرف على رأى الفقه فى هذا النوع من التعامل لوجدنا الآتى:

- يرى الحنفية أن البيع إلى أجل معلوم جائز
- بيوع الآجال جائزة عند المالكية إذا انتفت التهمة فيها.
- يرى الشافعية أن من باع بثمن مؤجل لم يجز إلى أجل مجهول

وانتهى إلى القول بالآتى: أن ملاحظة رأى الفقهاء فى البيع المؤجل نجد أنه يتردد بين الإباحة والحظر وإن كان الرأى الغالب هو إجازة البيع المؤجل على أن يكون الأجل معلوماً، وأن تتجه النيه إلى تسليم المبيع في الأجل المحدد. وهذا الذى قاله لا أساس له ولا سند بل خالف فيما انتهى إليه ما أجمع عليه الفقهاء من عدم جواز بيع الأعيان إلى أجل، واستشهاده واستدلاله بما ذكره الفقهاء فى كتبهم كان استدلالا باطلاً وتحريفاً للكلم عن مواضعه، فمن المعروف أن البيع الآجل الذى تحدث عنه الفقهاء هو البيع الذى تأجل فيه الثمن فقط، والبيع بهذا المعنى يختلف عن البيع الآجل فى البورصات والذى لا يدل لفظه على معناه لغة ولا شرعاً إذ يتأخر فيه تسليم المبيع كما يتأخر فيه تسليم الثمن إلى الأجل الذى حدده المتعاقدان فلا البائع يملك المبيع للمشترى عند انشاء العقد ولا المشترى يملك الثمن للبائع وهو ما يعنى تأخر آثار العقد إلى يوم التصفية وهو اليوم المحدد للتنفيذ، ومثل هذه العقود التى تتعلق بالتمليكات لايجوز إضافتها إلى أجل وإلا وكانت غير مؤدية لأحداث آثار العقد التى رتبها الشارع وغير محققة لهذا المقتضى فلا ينعقد بها العقد التالى ولذلك فإن عقد البيع من العقود التى لايجوز إضافتها إلى أجل.

(٢) بداية المجتهد ونهاية المقتصد لابن رشد الحفيد ج ٢/١٣٠

(٣) د. عبد الرزاق أحمد السنهورى- مصادر الحق فى الفقه الإسلامى- العقد ج ٣/٥٠ الهامش

حكم الشرع الإســــــلامى
فى بيع الإنسان مالايملك
بيع الإنسان مالم يقبض

لما كانت أغلب البيوع الآجلة تتم على المكشوف بمعنى أن البائع لايمتلك الأوراق المالية التى يبيعها وإنما يدخل السوق مضارباً على الهبوط متوقعاً انخفاض السعر فى تاريخ التصفية وأنه سيكون بوسعه حينئذ أن يشترى ذات الكمية من الأوراق التى سبق له التعاقد على بيعها بسعر أقل من السعر الذى با ع به، ويحقق هامشاً من الربح يتمثل فى الفرق بين سعرى البيع والشراء، ومن هنا يمكن تكييف البيع الذى يتم على الوجه المتقدم بأنه:

- بيع الإنسان ماليس عنده
- بيع الإنسان ماشتراه قبل القبض

أما كونه ينطوى على بيع الإنسان ماليس عنده، فلأن المعقود عليه لم يكن عند انشاء العقد عند البائع، ولايعد الشىء موجوداً إن كان محتمل الوجود أو لم يكن وجوده يقيناً.

وأما كونه ينطوى على بيع الإنسان ماشتراه قبل القبض ، فلأن البائع با ع مالم يكن فى ملكه وغلب على ظنه أنه سوف يكون بمقدوره أن يشترى الشىء الذى تعاقد على بيعه.

ثانياً- حكم الشرع الإسلامي في بيع الإنسان ماليس عنده

الشافعية: قال المزنى« قال الشافعى أخبرنا مالك عن أبى حازم بن دينار عن ابن المسيب أن رسول الله صلى الله عليه وسلم نهى عن بيع الغرر.. ومن بيوع الغرر عندنا بيع ماليس عندك وبيع الحمل فى بطن أمه والعبد الآبق والطير والحوت قبل أن يصادا وما أشبه ذلك [١]

الحنابلة : قالوا يشترط فى المعقود عليه أن يكون المبيع مملوكاً لبائعه وقت العقد ملكاً تاماً وأن يكون مقدوراً على تسليمه حال العقد، فلا يصح بيع جمل شارد ولابيع نحل، ولاطير فى الهواء سواء كان الطير مما يألف الرجوع أم لا.[٢]

وذكر الإمام ابن قيم الجوزية وهو أحد فقهاء الحنابلة المجتهدين حكم رسول الله صلى الله عليه وسلم فى بيع الرجل ما ليس عنده فقال «فى السنن والمسند من حديث حكيم بن حزام قال: قلت يا رسول الله يأتينى الرجل يسألنى البيع لما ليس عندى فأبيعه منه ثم ابتاعه من السوق فقال لاتبع ماليس عندك، قال الترمذى حديث حسن وفى السنن نحوه من حديث إبن عمر رضى الله عنه ولفظه لايحل سلف وبيع ولاشرطان فى بيع ولا ربح مالم يضمن ولابيع ماليس عندك، قال الترمذى حديث حسن صحيح، فاتفق لفظ الحديثين على نهيه صلى الله عليه وسلم عن بيع ماليس عنده فهذا هو المحفوظ من لفظه صلى الله عليه وسلم وهو يتضمن نوعاً من الغرر فإنه إذا باعه شيئاً معيناً وليس فى ملكه ثم مضى ليشتريه ويسلمه له كان مترددا بين الحصول وعدمه فكان غررا

---

(١) مختصر المزنى بهامش كتاب الأم للإمام الشافعى ج٢ ص ٢٠٤ طبعة مصورة عن طبعة بولاق ١٣٢١ هـ.
والحديث روى عن حكيم بن حزام- وعن عمرو ابن شعيب وذكره الشوكانى فى باب النهى عن بيع مالايملكه ليمضى فيشتريه ويسلمه- ص ١٥٥ ج ٥ وقال رواه الخسمة وقال الترمذى حسن صحيح.

(٢) الفقه على المذاهب الأربعة.

يشبه القمار فنهى عنه[1].

---

(١) يقول الإمام ابن القيم وبيع الإنسان ماليس عنده من قسم القمار والميسر لأنه قصد أن يربح على هذا لما باعه ماليس عنده والمشترى لايعلم أنه يبيعه ثم يشترى من غيره ، وأكثر الناس لو علموا ذلك لم يشتروا منه بل يذهبون ويشترون من حيث اشترى هو وليست هذه المخاطرة مخاطرة التجارة بل مخاطرة المستعجل بالبيع قبل القدرة على التسليم، واذ ذهب الإمام ابن القيم إلى ماذهب إليه جمهور الفقهاء من تحريم بيع الإنسان ماليس عنده وجعله ابن القيم من قبيل الغرر الذي يشبه القمار والميسر، إذ بصاحب كتاب معاملات البورصة فى الشريعة يعتسف النصوص ويجتزأ منها ما يشاء فيقول فى ص ٦٢ أن التعاقد على السلعة غير الموجودة وقت التعاقد جائز لأن الأصح أن يقال أن السلعة غير حاضرة فهى ليست معدومة ويجوز بيع سلعة على أن تسلم فى وقت معلوم متى علم الثمن. وأردف قائلاً، ومع التسليم جدلاً بأن بيع السلعة بيع معدوم فإن التعامل صحيح أيضا على رأى البعض وهو نص ابن القيم«ليس فى كتاب الله ولاسنة رسول الله صلى الله عليه وسلم ولا فى كلام أحد من الصحابة أن بيع المعدوم لايجوز لابلفظ عام ولا بمعنى عام وإنما فى السنة النهى عن بعض الأشياء التى هى معدومة كما فيها النهى عن بعض الأشياء التى هى موجودة، ثم أردف صاحب كتاب البورصات قائلاً «ونخلص من ذلك أن عمليات التغطية » والتى تقوم على بيع الإنسان ماليس عنده «التى يقوم بها البائع من العمليات الجائزة التى يجتهد بها التاجر فى تلافى ما قد يعرض له من الخسائر» وحقيقة الأمر أن الإمام ابن القيم قد فرق بين بيع الإنسان ماليس عنده وبيع المعدوم وقال إنهما ليسا شيئاً واحدا كما يظن البعض ، أما عن بيع الإنسان ماليس عنده فقال إنما هو من بيع الغرر الذى قد يحصل وقد لايحصل وأنه من جنس القمار والميسر، والمخاطرة فيه مخاطرتان، مخاطرة التجارة، والخطر الثانى الميسر الذى يتضمن أكل مال الناس بالباطل. أما المعدوم عنده فقد قسمه إلى ثلاثة أقسام:

الأول: معدوم موصوف فى الذمة فهذا يجوز بيعه اتفاقاً وهذا هو السلم

الثاني: معدوم تبع الموجود كبيع الثمار بعد بدو صلاحها وإن كانت بقية أجزاء الثمار معدومة وقت العقد.

الثالث: معدوم لايدرى حصوله أو عدم حصوله ولاثقة لبائعه بحصوله بل يكون المشترى منه على خطر فهذا الذى منع الشارع بيعه لا لكونه معدوماً بل لكونه غررا، فمنها صورة النهى التى تضمنها حديث حكيم ابن حزام « لاتبع ماليس عندك».

ووجه التفرقة بين بيع الإنسان ماليس عنده وبيع المعدوم عند الإمام ابن القيم وشيخه ابن تيمية أن بيع الإنسان ماليس عنده هو من قبيل المعدوم المنهى عنه شرعاً ولكن ليس كل معدوم منهى عنه شرعاً، فبيع السلم، وبيع الثمر بعد بدو صلاحه والحب بعد اشتداده جائز شرعاً بلا خلاف عند الفقهاء، أما كون هذه الأشياء المعدومة جاءت وفق القياس كما يرى ابن القيم وشيخه ابن تيمية استناداً إلى أنه لم يشرع شئ على خلاف القياس أو أنها جاءت فعلاً على خلاف القياس وهذا رأى الجمهور، فإن هذا يخرج عن حدود البحث ، كما أن النهى عن بيع الإنسان لما ليس عنده لكونه من قبيل الغرر أو لكونه معدوماً فهذا لايغير من الأمر شيئاً ويبقى الحكم على وجه التحريم، وقد كنا نأمل فيما لو عرض صاحب كتاب معاملات البورصة فى الشريعة الإسلامية لحكم بيع الإنسان ماليس عنده عند الإمام ابن القيم بدلاً من تلبيسه على المسلمين مايلبسون.

و يمكن الرجوع لمن أراد المزيد إلى رسالة القياس فى الشرع الإسلامى لابن تيمية وابن قيم الجوزية ص٣٨، ٤٦ ط دار الآفاق الجديدة بيروت. وأعلام الموقعين عن رب العالمين لابن قيم الجوزية ج ٣٥٧/١ ، وزاد المعاد ج ٤، ٢٦٢ المطبعة المصرية.

المالكية: أجاز الإمام مالك العقد على معدوم سيوجد إذا كان العقد عقد تبرع كالوقف والهبة، ولم يجز العقد إلا على موجود في عقود المعاوضات (١) ولو كان سيوجد لأن ذلك يؤدى إلى الغرر والقمار فى عقود المفاوضات.

الأحناف:من شروط انعقاد البيع عند الأحناف والتى لاينعقد البيع رأساً إلا إذا تحققت:

١- أن يكون المبيع موجوداً فلا ينعقد بيع المعدوم ولا ما هو في حكم المعدوم

٢- أن يكون مملوكاً للبائع إذا كان يريد أن يبيع لنفسه أو مملوكاً لموكله ونحوه فلا يبيع ماليس بمملوك ولو ملكه بعد البيع إلا فى السلم.

٣- أن يكون البائع قادراً على تسليمه في الحال أو قريباً من الحال(٢).

الزيدية: وذكر الإمام الشوكانى فى باب النهى عن بيع مالا يملكه الحديث الذى رواه أصحاب السنن عن عمرو بن شعيب فقال «وقوله لاتبع ماليس عندك» أى ماليس حاضراً عندك ولا غائبا فى ملكك تحت حوزتك- ونقل عن البغوى أن النهى فى هذا الحديث عن بيوع الأعيان التى لايملكها وقال : قال النووى في زيادات الروضة وظاهر النهى تحريم مالم يكن في ملك الإنسان وداخلاً تحت مقدرته (٣).

وقال صاحب مرشد الحيران «مادة ٣٥٥» لما كان حكم البيع فى الشريعة الإسلامية هو التمليك والتملك إشترط رجال الفقه لنفاذ البيع أن يكون البائع مالكاً لما يبيع (٤).

وذكر صاحب مصادر الحق في الفقه الإسلامى أنه يشترط فى الفقه الإسلامى

---

(١) الملكية ونظرية العقد- الإمام محمد أبو زهرة مجع سابق ص ٢٦٧، ٢١٨ نقلاً عن رسالة الشروط والعقود للشيخ أحمد إبراهيم بك.

(٢) الفقه على المذاهب الأربعة للجزيرى ج ١٦٦/٢

(٣) نيل الأوطار للشوكانى ج ١٥٥/٥.

(٤) مرشد الحيران- محمد قدرى باشا مادة ٣٥٥

أن يكون المحل موجوداً وقت العقد فإن لم يكون موجوداً فالعقد باطل حتى لو كان المحل محتمل الوجود بل حتى لو كان محقق الوجود فى المستقبل(١).

ويقول صاحب كتاب الأموال ونظرية العقد فى الفقه الإسلامي: يشترط فى العقد وجوده حين العقد فالمعدوم لايصح أن يكون محلاً للعقد عند أكثر الفقهاء وكذلك ماله خطر العدم(٢).

ويبين مما تقدم أن جمهور الفقهاء أجمع على عدم انعقاد بيع الإنسان ماليس عنده وأن النهى عن بيع الإنسان ماليس عنده يفيد التحريم.

ثالثا- حكم بيع الإنسان مالم يقبض في الفقه الإسلامي

الشافعية: قال صاحب كفاية الأخيار الشافعى فيما يحرم من البيوع، ولابيع ما ابتاعه حتى يقبضه ، تقدير الكلام، ولايجوز بيع الذى ابتاعه حتى يقبضه سواء كان عقاراً أو غيره، أذن فيه البائع أم لا، وسواء أعطى المشترى الثمن أم لا. وحجة ذلك ماروى حكيم بن حزام، قال: قلت يا رسول الله إنى ابتاع هذه البيوع فما يحل لى ومـا يحـرم علـى، قـال يا ابن أخى. لا تبيعن شيئاً حتى تقبضه، قال البيهقى اسناده متصل وفيه أحاديث أُخر(٣).

ونقل الجزيرى عن الشافعية قولهم:«لايصح للمشترى أن يتصرف فى المبيع قبل قبضه ولو قبض البائع الثمن وأذن فى قبض المبيع، فإذا اشترى شيئاً منقولاً كان أوغيره ولم يستلمه ثم باعه وقع البيع باطلاً(٤).

وروى الإمام الشافعى فى الأم عن سفيان بن عيينه عن عمرو بن دينار عن طاوس عن ابن عباس رضى الله عنهما قال «أما الذى نهى عنه رسول الله صلى

---

(١) د. عبد الرزاق السنهورى- مصادر الحق فى الفقه الإسلامى مرجع سابق ص ٣٠١ ج ٣

(٢) د. محمد يوسف موسى- الأموال ونظرية العقد فى الفقه الإسلامى- مرجع سابق ص٣٠١.

(٣) كفاية الأخيار فى حل غاية الاختصار للإمام تقى الدين أبى بكر الحسينى الدمشقى الشافعى ج١/ ٢٤٧

(٤) الفقه على المذاهب الأربعة- الجزيرى ج ٢/٢٣٣

الله عليه وسلم أن يباع حتى يقبض الطعام، قال ابن عباس برأيه ولا أحسب كل شئ إلا مثله «قال الشافعى وبهذا نأخذ، فمن ابتاع شيئاً كائناً ما كان فليس له أن يبيعه حتى يقبضه[1].

الأحناف: قالوا من البيع الفاسد بيع الأعيان المنقولة قبل قبضها، سواء باعها لمن اشتراها منه أو لغيره.[2] وذكر الإمام الكسانى بأنه لا يجوز التصرف فى الأثمان قبل القبض إلا الصرف والسلم لما روى عنه صلى الله عليه وسلم أنه نهى عن بيع مالم يقبض وهذا يتناول العين والدين[3] .

المالكية: قالوا يصح للمشترى أن يتصرف فى المبيع قبل قبضه بالبيع سواء كان المبيع أعيانا منقولة أو عيناً ثابتة كالأرض والنخيل ونحوها إلا الطعام كالقمح والفاكهة فإنه لايصح بيعه قبل قبضه[4].

وقال ابن رشد الفقيه المالكى أما ما كان بيعاً وبعوض فلا خلاف فى اشتراط القبض فيه وذلك فى الشئ الذى يشترط فيه القبض واحد من العلماء.. وعمدة من إشترط القبض فى جميع المعاوضات إنها فى معنى البيع المنهى عنه وانما استثنى مالك من ذلك التوليه والإقالة والشركة للأثر والمعنى، أما الأثر فما رواه من مرسل سعيد بن المسيب أن رسول الله صلى الله عليه وسلم قال: من ابتاع طعاماً فلا يبعه حتى يستوفيه إلا ما كان من شركة أو توليه أو إقاله[5].

الحنابلة: قالوا يصح التصرف فى المبيع بالبيع قبل قبضه إذا كان غير مكيل أو موزون أو معدود أو مذروع، أما إذا كان كذلك فإنه لايصح التصرف فيه بالبيع قبل قبضه[6].

(١) الأم للإمام الشافعى- مرجع سابق ج ٣/٦٠
(٢) الفقه على المذاهب الأربعة ج٢ ص ٢٣٤
(٣) بدائع الصنائع للكسانى ج٤/٢٣٤ مطبعة الجمالية ١٩٩١م
(٤) الجزيرى ج٢/٢٣٥
(٥) بداية المجتهد ونهاية المقتصد ابن رشد ج٢ ١٨٤،١٨٥ ط دار الكتب الحديثة
(٦) الفقه على المذاهب الأربعة للجزيريج٢/٢٣٦.

وبإمعان النظر فى هذا النص نجد أنه قد إستغرق كل شئ تقريباً ولايكاد شئ مما يتداوله الناس فى حياتهم بيعاً وشراءً إلا واستوعبته هذه العبارة عدا الأشياء التى ليس فى الإمكان حيازتها وإن إنتفع بها كضوء الشمس وحرارتها وكذلك الأشياء التى لايمكن الانتفاع بها على وجه معتاد مما لا يعد مالاً وأن أحرزه فعلاً كحفنة من تراب وقطرة من ماء لأن هذا لا يعد مالاً، ذلك أن المال تزول عنه ماليته إذ قل حتى صار لاينتفع به انتفاعاً معتاداً.

فإذا أضفنا إلى ذلك اشتراط الحنابلة فى المعقود عليه أن يكون مملوكاً لبائعة وقت العقد ملكاً تاماً وأن يكون مقدوراً على تسليمه حال العقد[1] إستبان لنا على وجه لايقبل الشك عدم صحة التصرف فى المبيع عندهم قبل القبض لأن القدرة على التسليم حال العقد تقتضى وجود المبيع عند العقد وجوداً فعلياً.

رأى الزيدية: روى الشوكانى فى باب نهى المشترى عن بيع ما اشتراه قبل قبضه الأحاديث الستة التى وردت فى النهى عن البيع قبل القبض عن جابر وأبى هريرة وحكيم بن حزام وزيد بن ثابت وابن عمر وابن عباس رضي الله عنهم أجمعين، وعلق على حديث ابن عباس والذى فيه أن النبى صلى الله عليه وسلم قال من ابتاع طعاماً فلا يبعه حتى يستوفيه، قال ابن عباس: ولا أحسب كل شيء إلا مثله.

قال الشوكانى وقوله«ولا احسب كل شئ إلا مثله، إستعمل ابن عباس القياس ولعله لم يبلغه النص المقتضى لكون سائر الأشياء كالطعام كما سلف وهذه إشارة صريحة إلى أن النهى عن البيع قبل القبض عام فى الطعام وغير الطعام، وأن التصرف بالبيع قبل القبض باطل [2].

رأى الظاهرية: يرى إبن حزم أن من ابتاع شيئاً أى شئ كان مما يحل بيعه

---

(١) الفقه على المذاهب الأربعة للجزيرى ج٢/١٦٦

(٢) نيل الأوطار للشوكانى ج٥/١٦٠

حاش القمح فلا يحل له أن يبيعه حتى يقبضه، وقبضه له هو أن يطلق يديه عليه بأن لايحال بينه وبينه، فإن لم يحل بينه وبينه مدة ما قلت أم كثرت، ثم حيل بينه وبينه بغصب أو غيره حل له بيعه لأنه قد قبضه. قال ابن حزم« فإن قيل فقد رويتم من طريق مالك عن عبد الله بن دينار عن ابن عمر قول رسول الله صلى الله عليه وسلم من ابتاع طعاماً فلا يبعه حتى يقبضه».

ومن طريق سفيان بن عيينه عن عمرو بن دينار عن طاوس عن ابن عباس» أما الذى نهى عنه رسول الله صلى الله عليه وسلم أن يباع حتى يقبض فهو الطعام.

قال ابن عباس برأيه ولاأحسب كل شئ إلا مثله قلنا: نعم هذان صحيحان إلا أنهما بعض ما فى حديث حكيم بن حزام وحديث حكيم دخل فيه الطعام وغير الطعام فهو أعم فلا يجوز تركه لأن فيه حكماً ليس فى خبر ابن عباس وابن عمر[(1)].

رأى الظاهرية هو عدم جواز بيع الإنسان ما اشتراه قبل قبضه وأن هذا عام فى الطعام وغير الطعام[(2)].

وقد ذكر صاحب سبل السلام حديث ابن عمر والذي فيه أن رسول الله صلى الله عليه وسلم نهى أن تباع السلع حيث تبتاع حتى يحوزها التجار إلى رحالهم وقال إن الحديث دليل على أنه لايصلح من المشترى أن يبيع ماشتراه قبل أن يحوزه إلى رحله والظاهر أن المراد به القبض لكنه عبر عنه بما ذكر، لما كان غالب قبض المشترى الحيازة، وروى أيضاً حديث حكيم بن حزام والذى فيه« إذا اشتريت شيئاً فلا تبعه حتى تقبضه، وحديث ابن عباس، ثم قال فدلت الأحاديث انه لايجوز بيع أى سلعة شريت إلا بعد قبض البائع لها واستيفائها.

---

(١) ابن حزم- المحلى ج٨/٥١٨ ، ٥١٧ . مسألة ١٥٠٨

(٢) واذ ذهب صاحب كتاب معاملات البورصة فى الشريعة الإسلامية إلى إجازة بن حزم لكل السلع عدا القمح قبل القبض فقد كان استدلاله باطلاً، ولينتهى إلى أن البيع على المكشوف والذى وصفه أرازل اليهود والنصارى أنه من قبيل القمار، أنه جائز شرعا.

قال وذهب قوم إلى أنه يختص هذا الحكم بالطعام لاغيره من المبيعات والجواب أن ذكر حكم الخاص لايخص به العام وحديث حكيم عام فالعمل عليه وإليه ذهب الجمهور[1].

فلاغرو والأمر كذلك أن استدل الجزيرى على أن بيع «الكنتروتات» المعروفة فى زماننا إذا وقع فى الأعيان المنقولة كأن يشترى القطن ثم يبيعه قبل قبضه لمن اشتراه منه أو لغيره سواء كان بثمنه أو أقل منه فإنه فاسد.[2].

رابعا- حكم ببيع الكالئ بالكالئ في الفقه الإسلامي

لما كانت البيوع الآجلة فى أسواق الأوراق المالية لاتترتب عليها آثارها عند إنشاء العقد، فلا البائع يملك المبيع للمشترى ولا المشترى يملك الثمن للبائع. وإنما يتأخر تسليم الثمن والمثمون إلى أجل محدد، لذلك فإن التكييف الشرعى لهذه البيوع والذى يطابقها من جميع الوجوه أنها من قبيل بيع الكالئ بالكالئ.

والكالئ لغة كما ورد فى مختار الصحاح هو النسيئة، وقد ذكر الرازى الحديث الذى روى عن نهيه صلى الله عليه وسلم عن بيع الكالئ بالكالئ فقال وهو بيع النسيئة بالنسيئة[3].

وقال صاحب لسان العرب «وكلأ الدين تأخر، والكالئ والكلأة النسيئة والسلفة وذكر حديث رسول الله صلى الله عليه وسلم وفسره بما قاله أبو عبيدة أنه يعنى النسيئة بالنسيئة[4] وذكر الشوكانى الحديث الذى رواه ابن عمر والذى فيه أن النبى صلى الله عليه وسلم نهى عن بيع الكالئ بالكالئ فقال قال الحاكم عن أبى الوليد حسان هو بيع النسيئة بالنسيئة وفيه دليل على عدم جواز بيع الدين بالدين وهو إجماع كما حكاه أحمد.[5].

---

(١) سبل السلام للإمام الصنعانى ج٣/٨٠٨ - مكتبة عاطف

(٢) الفقه على المذاهب الأربعة ج٢/٢٣٤.

(٣) مختار الصحاح- مادة كلأ

(٤) لسان العرب لابن منظور- مادة كلا

(٥) نيل الأوطان للشوكانى ج٥/١٥٦/١٥٧ باب النهى عن بيع الدين بالدين

وروى صاحب سبل السلام الحديث، قال والحديث يدل على تحريم ذلك وإذا وقع يكون باطلاً[1].

وذكر ابن القيم فى مؤلفه القيم «اعلام الموقعين» أنه قد ورد النهى عن بيع الكالئ بالكالئ، وقال : والكالئ هو المؤخر الذى لم يقبض كما لو أسلم شيئا فى شئ فى الذمة وكلاهما مؤخر فهذا لايجوز بالاتفاق وهو بيع كالئ بكالئ[2].

وذكر ابن عبد البر فى الكافى أنه مما نهى عنه الكالئ بالكالئ وهو الدين بالدين، قال وهذا باب يشبع ويتشعب وتكثر فروعه على مذهب مالك وأوصى به[3].

وقد ذكر صاحب بداية المجتهد ونهاية المقتصد اجماع الفقهاء على عدم جواز بيع الدين بالدين، فقال، أما بالنسيئة بين الطرفين فلايجوز بإجماع لا فى العين ولا فى الذمة لأنه الدين بالدين المنهى عنه.[4].

وذكر ابن المنذر فى كتاب الاجماع أنهم قد اجمعوا على أن بيع الدين بالدين لايجوز[5].

وقال صاحب المغني بيع الدين بالدين لايصح وذلك بالاجماع[6].

ويبين مما تقدم أن الكالئ بالكالئ منهى عنه بالسنة الشريفة وبإجماع الفقهاء، وأنه يصدق على البيوع الآجلة فى أسواق الأوراق المالية والتى ينسأ فيها تسليم المعقود عليه كما ينسأ فيها تسليم الثمن، وهو الأمر الذى نقطع معه مطمئنين بحرمة هذا النوع من البيوع.

---

(١) سبل السلام للصنعانى ج٣/٨٥٨.

(٢) أعلام الموقعين عن رب العالمين- ابن القيم الجوزية ج١ ص ٣٥٠

(٣) الكافى فى فقه أهل المدينة المالكى- مرجع سابق- ص ٣٦٤

(٤) بداية المجتهد ونهاية المقتصد- مرجع سابق ج٢ ص ١٥٧

(٥) الاجماع لابن المنذر ص٥٣- مرجع سابق

(٦) المغنى لابن قدامة ج٤ مسألة ٣١٩٢ ص ٢٢٤.

خامسا: بدل التأجيل وحكمه فى الفقه الإسلامى

تقدم القول في موضع سابق أن لكل من المتعاقدين في أسواق البيوع الآجلة أن يؤجل الموعد المحدد لتنفيذ العقد والمصطلح على تسميته في البورصات بموعد التصفية إلى موعد لاحق، ويتم ذلك كما سبق أن أوضحنا بنقل مركزه الى غيره من المضاربين أو الممولين الراغبين في تثمير أموالهم مقابل فائدة تسمى ببدل التأجيل، حيث يقوم هذا الممول باستلام الأوراق المالية بدلا من المضارب ودفع قيمتها نقداً حسب سعر التصفية ثم يبيعها الى المضارب الراغب في تأجيل مركزه آجلا مقابل الحصول على زيادة في قيمة القرض مشروطة، ومحددة زمناً ومقداراً، وترتبط بمدة التأجيل فتزيد بزيادتها وتقل بقصرها وتعرف هذه الزيادة ببدل التأجيل.

وقد أجمع العلماء ان الزيادة في الدين نظير الأجل من قبيل الربا المحرم شرعا بنص الكتاب وأن من ينكره أو يماري فيه فإنما ينكر أمراً قد علم من الدين بالضرورة[1] .

وقد ذكر صاحب المغنى في هذا المعنى أن كل قرض شرط فيه أن يزيده فهو حرام بغير خلاف[2] .

وذكر ابن المنذر في اجماعاته اجماع الفقهاء على أن المسلف إذا شرط عشر السلف هدية أو زيادة فاسلفته على ذلك، ان أخذه الزيادة ربا[3] .

ويبين مما تقدم أن بدل التأجيل هو من قبيل ربا النسيئة المحرم شرعاً بالكتاب والسنة والاجماع.

ونخلص من ذلك كله أن البيع البات في أسواق البيوع الآجلة والذي لايترتب عليه تمليك المبيع للمشتري ولا الثمن للبائع عند انشاء العقد ويتأخر فيه تسليم

---

(١) بحوث في الربا - الإمام محمد أبو زهرة ص١٨ - دار الفكر العربي.

(٢) المغنى لابن قدامة ٤/٣٦٠ - مرجع سابق.

(٣) الاجماع لابن المنذر، مرجع سابق، ص٩٥ مسألة ٥٠٨.

الثمن والمثمن الى يوم التصفية المحدد لتنفيذ العقد غير جائز من جميع الوجوه عند جمهور الفقهاء ولذات الأسباب التي تقدم تفصيلها والتي يمكن ايجازها فيمايلي:-

١ - العقود المضافة إلى أجل التي يتم انشاؤها في أسواق البيوع الآجلة لاتفيد التمليك في الحال، لذلك كانت صيغة العقد غير مؤدية لاحداث آثاره وأحكامه التي رتبها الشارع وكانت غير محققة لهذا المقتضى، لذلك فانها لاتدل على العقد فلا ينعقد بها وقد ذكرنا اتفاق الفقهاء على عدم جواز بيع الأعيان الى أجل إلا في السلم.

٢ - ان هذه البيوع تنطوي على بيع الانسان ماليس عنده وجمهور الفقهاء علي عدم انعقاد هذا البيع.

٣ - لما كان البيع في أسواق البيوع الآجلة يقوم في أغلبه على بيع الإنسان ماشتراه قبل أن يقبضه وهو مايسمى في البورصات بالبيع على المكشوف، فقد استبان لنا من العرض المتقدم ان الجمهور على عدم جواز هذا النوع من البيوع.

٤ - لما كانت البيوع التي تجرى في هذه الأسواق يتأجل فيها تسليم المبيع كما يتأجل فيها تسليم الثمن كانت من قبيل النسيئة بالنسيئة ودخلت بالتالي في معنى بيع الكالئ بالكالئ المنهي عنه شرعاً باجماع الفقهاء.

٥ - جرت العادة على أن يقوم المضارب بتأجيل مركزه الى تاريخ لاحق إذا لاح له تعرضه لخسائر في موعد التصفية وذلك مقابل سداده لمبلغ من المال يسمى ببدل التأجيل لمن ينقل اليه مركزه سواء كان مضاربا يرغب في تأجيل التسليم أو ممولا يرغب فى تثمير أمواله

وحيث أن بدل التأجيل يمثل زيادة مشروطة على أصل القرض محددة زمناً ومقداراً يدفعها المستقرض وهو المضارب للمقرض وهو الممول لذلك فان بدل التأجيل بهذا المعنى من ربا النسيئة المحرم شرعاً. الأمر الذي يستفاد منه فساد هذه البيوع من جميع الوجوه.

توصيات مجمع الفقه الإسلامي:

وقد جاء ضمن توصيات المجمع الفقهي الإسلامي لرابطة العالم الإسلامي في شأن هذه البيوع مايلي[1] :-

خامساً: أن العقود الآجلة بأنواعها التي تجرى على المكشوف أي على الأسهم والسلع التي ليست في ملك البائع، بالكيفية التي تجري في السوق المالية غير جائزة شرعا لأنها تشتمل على بيع الشخص مالايملك اعتمادا على أنه سيشتريه فيما بعد ويسلمه في الموعد، وهذا منهي عنه شرعا لما صح عن رسول الله ﷺ «لاتبع ماليس عندك»، وكذلك مارواه أحمد وأبو داود باسناد صحيح عن زيد بن ثابت رضى الله عنه أن النبي ﷺ نهى أن تباع السلع حيث تبتاع حتى يحوزها التجار إلى رحالهم.

سادسا: ليست العقود الآجلة في السوق المالية من قبيل بيع السلم الجائز في الشريعة الإسلامية وذلك للفرق بينهما من وجهين:

(أ) في السوق المالية لايدفع الثمن في العقود الآجلة في مجلس العقد وانما يؤجل دفع الثمن إلي موعد التصفية، بينما أن الثمن في بيع السلم يجب أن يدفع في مجلس العقد.

(ب) في السوق المالية تباع السلعة المتعاقد عليها وهي في ذمة البائع الأول وقبل أن يحوزها المشتري الأول عدة بيوعات وليس الغرض من ذلك إلا قبض أو دفع فروق الأسعار بين البائعين والمشترين غير الفعليين مخاطرة منهم على الكسب والربح كالمقامرة سواء بسواء، بينما لايجوز بيع المبيع في عقد السلم قبل قبضه.

---

(١) المجمع الفقهي الإسلامي لرابطة العالم الإسلامي بمكة المكرمة الدورة السابعة للمجمع صدر القرار التالي سنة ١٤٠٤هـ حول سوق الأوراق المالية والبضائع. نقلاً عن كتاب المعاملات المالية المعاصرة في ميزان الفقه الإسلامي د. على أحمد السالوس، الطبعة الثانية، مكتبة الفلاح، الكويت، ص٤٥٢.

المبحث الثالث

البيوع الآجلة الخيارية الشرطية

(عقود الامتيازات Option Contracts)

الأدوات المالية التقليدية التي يجرى التعامل عليها في أسواق الأوراق المالية لم تكن نهاية المطاف في عالم التمويل والاستثمار. فثمة أدوات مالية أكثر اثارة More exciting قدمها الفكر الرأسمالي الغربي لمن يبتغى التعامل في هذه الأسواق من عاشقي المضاربة وبائعي المخاطرة، ومن يبيعون على المكشوف وليس لديهم مايبيعونه، ومن يشترون بلا مال يبذلونه، وتتمثل هذه الأدوات في العقود التي يجري بيعها في سوق الامتيازات Option Market والتي يروق لبعض الكتاب تسميتها البيوع أو العمليات الشرطية الخيارية[1] .

والامتياز عقد يعطى مشتريه الحق في شراء أو بيع عدد معين من الأسهم أو السندات في خلال فترة زمنية محددة مسبقاً Predetermined time وبسعر معين هو عادة السعر السائد في السوق وقت صدور العقد Striking price، فإذا كان العقد «امتياز شراء Call Option» صار لحامله حق شراء المعقود عليه خلال فترة العقد.

وإذا كان العقد امتياز بيع put option صار لحامله حق بيع المعقود عليه خلال

---

(١) قديما دعت الحاجة إلى عقود الامتيازات فاستخدمت لأول مرة في هولندا لأغراض تجارية وكان ذلك سنة ١٦٣٤م، حيث كانت تجرى المضاربات في ذلك الحين على أشجار وبصيلات التوليب Tulip bulbs وهي نباتات من الفصيلة الزنبقية فحينما كان يقوم أحد البائعين بشحن هذه البصيلات فانه كان يسارع في نفس الوقت للحصول على عقد امتياز من أحد المزارعين يخوله حق الحصول على كمية مماثلة للكمية المشحونة، فإذا مافقدت الشحنة الأولى أثناء النقل فان الشاحن كان يستعيض عنها بتلك البصيلات التي تعاقد عليها وذلك باستخدام عقد الامتياز Option Contract أما إذا وصلت الشحنة سالمة فانه لا يخسر شيئاً سوى ثمن العقد الذى اشتراه.

Charles Amos Dice op.cit. p.244.

فترة العقد، إلا أن هذا الحق لا يقابله التزام علي حامل الامتياز سواء كان بائعاً أو مشترياً لذلك يوصف هذا الحق أو الامتياز في كافة المراجع الأجنبية بأنه حق وليس التزام It is a right and not an obligation ويعد ذلك من أهم وجوه الاختلاف بين بيع الامتيازات والبيع الآجل البات[1] .

ليس هذا فحسب بل ان لمشتري عقد الامتياز أن يبيع هذا الحق لمن يشاء خلال فترة سريانه إذا مارأى في ذلك مصلحة له.

ونتناول فيمايلي مختلف أنواع العقود التي تتعلق بهذا النوع من البيوع، لا من وجهة نظر الباحث وإنما من وجهة نظر المؤلفات والمراجع العربية التي تصدت لهذا الموضوع باتفاق شبه كامل فيما بينها من حيث الشكل أو المضمون[2] تحت عنوان العمليات الخيارية الشرطية في بورصات الأوراق المالية. وعلي الرغم من أن هذه الكتابات لاتسلم من نقد ولا تخلو من نقيصه فقد نهل منها المتخصصون واجتمع عليها الباحثون والدارسون، الأمر الذي لايجد معه الباحث بداً من عرضه لآرائهم ثم نتناول بعض ماتضمنته بالتفنيد.

العمليات الخيارية الشرطية

تنقسم العمليات الخيارية الشرطية إلى ثلاثة أنواع:

١ – عمليات شرطية بسيطة.

٢ – عمليات شرطية مركبة أو خيارية مزدوجة.

٣ – عمليات مضاعفة.

---

(١) ولأن عقد الامتياز حق لا يقابله التزام فقد كان ذلك من أهم وجوه الاختلاف بين بيع الامتياز والبيع الآجل البات وهو ماعبر عنه «كينيث جراباد» بقوله Option contracts differ from future contracts because they separate the rights and obligatins which are bounded togetheter in a further contract. Garbade, sec. Markets p. 369.

(٢) فايق كامل – طرق التجارة في أعمال البورصات – يس عبد السيد، بورصة العقود للقطن بالاسكندرية – إبراهيم أبو العلا، بورصات الأوراق المالية والقطن، عبدالعزيز مهنا، الأسواق وتصريف المنتجات – مليكة عريان – عمليات بورصة الأوراق المالية والبضاعة الحاضرة – مراد كاظم -- البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية – موسوعة اتحاد البنوك الإسلامية – د. أحمد يوسف سليمان، رأي التشريع الإسلامي في مسائل البورصة.

العمليات الشرطية

تعريف العملية الشرطية:

هي العملية التي يتوقف تنفيذها على شرط يتفق ومصلحة أحد المتعاقدين ويراد بهذا الشرط إما تحديد قيمة الخسارة على أحدهما بدفعه مبلغاً معيناً يطلق عليه «تعويض» وإما زيادة أرباحه إذا جاءت تقلبات الأسعار بما يوافق مصلحته، وهي تختلف عن العمليات الثابتة أو العادية بأن ربحها غير محدود وخسارتها تقف عند حد التعويض المدفوع.

أما الذي يقبض هذا المبلغ أي التعويض فان ربحه مقصور عليه وخسارته غير محدودة لتوقفها على تقلبات الأسعار[١] .

وتنقسم العمليات الشرطية إلى ثلاث أقسام بسيطة ومركبة ومضاعفة.

١ - العمليات الشرطية البسيطة:

عرفها البعض بأنها التي يتضمن عقدها شرطاً يجيز لأحد المتعاقدين أن يفسخ العقد في الأجل المضروب أو قبله مقابل مبلغ من المال يدفعه مقدماً منذ يوم التعاقد ولايرد إليه في حال من الأحوال، والغرض منه أن يحصر المضارب خسارته منذ البدء في هذا المبلغ سواء كان شارياً أو بائعاً[٢] .

وعرفها البعض الآخر بأنها التي يكون فيها للمضارب حق فسخ العقد في ميعاد التصفية أو قبله إذا تقلبت الأسعار في غير صالحه، أو ينفذ العملية إذا رأى تقلب الأسعار لصالحه وفي مقابل ذلك يدفع المضارب تعويضاً وهو مبلغ

---

(١) حسين تيمور بك - البورصة وتجارة القطن، ص١٩١٧ - دار الكتب المصرية.

(٢) حسين تيمو بك - مرجع سابق.

يتفق عليه يدفع ولا يرد اليه[1] .

٢ - العملية الشرطية المركبة أو الخيارية المزدوجة:

عرفها البعض بأنها العملية التي تجعل لأحد المتعاقدين الحق والخيار في أن يكون شارياً أو بائعاً لمقدار معين في ميعاد معين أو أن يفسخ العقد في الأجل المضروب أو قبله بشرط أن يدفع تعويضاً عند التعاقد يكون عادة ضعف التعويض الذي يدفع في العملية الشرطية البسيطة، والمضارب الذي يدفع التعويض يراقب تقلبات الأسعار ليغتنم فرص الصعود والنزول[2] .

وعرفها البعض بأنها التي يكون فيها للمضارب الحق في أن يكون مشترياً أو بائعاً، أو أن يفسخ العقد إذا رأى أياً من ذلك في مصلحته عند التصفية أو قبلها[3] .

٣ - العمليات المضاعفة:

وفيها يكون للمضارب الحق في مضاعفة الكمية التي اشتراها أو باعها وذلك بسعر يوم التعاقد إذا رأى أن التصفية في صالحه، وفي مقابل ذلك يدفع تعويضاً مناسباً يتفق عليه ولايرد الى دافعه، وتختلف قيمة هذا التعويض باختلاف نسبة الكمية المضاعفة[4] ، ولهذه العملية سعران وللمتعامل الخيار في الشراء بالسعر

---

(١) د. أحمد يوسف سليمان - التشريع الإسلامي في مسائل البورصة - موسوعة اتحاد البنوك الاسلامية ج٥.

«وقد تناول صاحب رسالة عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية تعريف هذه العمليات على النحو الذي تتجه اليه المراجع الأجنبية دون إشارة منه إلى وجوه التباين في أساليب تنفيذ العمليات في الدول الأوروبية عن الولايات المتحدة الأمريكية، فقال «ان العمليات الآجلة بشرط التعويض هي العمليات التي يلتزم كل من البائع والمشتري بتصفيتها في تاريخ معين، على أنه يحق لأحد الطرفين عدم تنفيذ العملية وذلك مقابل تخليه عن مبلغ من المال متفق عليه مسبقا للتعويض عن عدم تنفيذ العملية ويسمى اليوم الذي يسبق تاريخ التصفية بيوم جواب الشرط فإما أن ينفذ (المشتري أو البائع) الصفقة فيرفع التعويض، أو يتنازل عن تنفيذ الصفقة فيقال أنه تنازل عن التعويض.

(٢) حسين تيمور بك - مرجع سابق.

(٣) د. أحمد يوسف سليمان - مرجع سابق.

(٤) المرجع السابق.

الأعلى أو البيع بالسعر الأدنى. فالمتعاملون في هذه العمليات يعتقدون أنه سيحدث تغيير كبير في أسعار الأوراق المالية ارتفاعاً أو هبوطاً بينما يعتقد بائعو الأوراق المالية أن الأسعار لن يطرأ عليها تغيراً كبيراً وأن السوق ستبقى هادئة(١) .

ونعرض فيما يلي لمختلف أنواع عقود الامتيازات وماهيتها من وجهة نظر الكتاب الغربيين الذين نشأت وتدوولت في أحضان أسواقهم هذه العقود، الأمر الذي سيقتضي منا أن نعرض لبعض ماجاء في مراجعهم في صلب هذا البحث امعاناً في الدقة وتصويباً للمفاهيم وابرازاً لوجوه التباين والاختلاف مع ماسبق أن تناولناه.

يقسم بعض الكتاب عقود الامتيازات إلى نوعين رئيسيين فقط هما عقد امتياز البيع وعقد امتياز الشراء.

There are two basic types of options - the put option and the call option[2].

بينما يقسم بعض الكتاب هذه العقود إلى أربعة أنواع

Four types of privileges are employed; The put, the call, the spread and the straddle[3]

والتقسيم الذي وقع عليه اختيار الباحث هو الذي تم استخلاصه من مختلف التعريفات، وهذا التقسيم يقف عند حدود الأصول وفروعها فلا يهمل أحد أصولها ولايتجاوزها الى مايتفرع عن فروعها.

أنواع عقود الامتيازات:

١ – عقد امتياز شراء Call option

٢ – عقد امتياز بيع Put option

---

(١) أحمد محيي الدين – عمل شركات الاستثمار الإسلامية – مرجع سابق ص١٢٥.

(2) Jack Clark Francis, Management of investment Ch. 25. p. 634.

(3) Dice Eiteman, The stock market op, cit, p. 245.

٣ – عقد امتياز مزدوج Double option (Call and put option)

ويتفرع من هذا العقد نوعين:

(أ) عقد امتياز مزدوج يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع Spread

(ب) عقد امتياز مزدوج لايتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع Straddle

٤ – عقد امتياز بمضاعفة الكمية Option to double

وينقسم هذا بدوره إلي قسمين:

(أ) عقد امتياز بيع مقترن بحق مضاعفة الكمية put-of-more option

(ب) عقد امتياز شراء مقترن بحق مضاعفة الكمية call-of-more option

أولا: عقد امتياز الشراء The call option

عرفه البعض بأنه عقد قابل للتداول يمنح مشتريه امتيازاً بشراء عدد معين من الأسهم لفترة زمنية معينة وبسعر معين.

A call is a contract, negotiable in form giving the purchaser the privilege of purchasing a given number of shares of stock for a certain period of time at a certain price(1).

وعرفه آخرون بأنه عقد على دفع مبلغ معين مقابل الحصول على حق شراء ورقة مالية معينة في تاريخ معين وبالسعر المسمى في العقد

The call is a contract to pay money for the right to buy a certain security on a given date at a named price(2).

وفي تعريف آخر وأخير لامتياز الشراء أورده دوتش بنك Deutsch Bank أن مشترى امتياز الشراء يكتسب الحق في أن يشتري من بائع امتياز الشراء، بمعنى أن يطلب من بائع الامتياز أن يسلم الأسهم محل هذه العملية بالسعر المتفق عليه (وهو غالباً سعر السوق).

---

(1) Fredrick Amling, Investments op. cit. P. 180 ch.5.

(2) Francis Hirst, the stock exchange, a short study of investement and speculation.

The buyer of a call option acquires the right to purchase from the seller of the call option, ie to demand that the option-seller deliver the shares underlying the transaction at the agreed striking price[1].

وجوه استخدام امتيازات الشراء:

١ - يجري شراء «امتيازات الشراء» Calls من جانب أولئك الذين يتوقعون ارتفاع أسعار الأسهم في السوق، وهو مايعبر عنه باستخدام الامتيازات في عمليات المتاجرة أو المضاربة The use of privileges in trading.

٢ - تستخدم امتيازات الشراء فيما يعرف بعمليات التغطية Hedging أو التحوط أو التأمين، ومثال ذلك:

التاجر الذي يبيع على المكشوف مائة سهم من أسهم احدى الشركات بسعر ١٢٠ دولار وهو يتوقع انخفاض أسعارها في السوق، فإنه لكي يؤمن نفسه ضد الخسائر To insure himself against loss يقوم بشراء امتياز شراء A Call option من السوق، فإذا فرضنا أن تكلفة شراء هذا الامتياز تبلغ ٣٥٠ دولار بواقع ٣,٥ دولار عن كل سهم، فإذا انخفض السعر إلي ١١٠ دولار، فانه يحقق ربحاً اجمالياً من الأسهم المباعة على المكشوف قدره ١٠٠٠ دولار، فإذا كان عليه أن يدفع بخلاف ثمن شراء الامتياز وهو ٣٥٠ دولار ماقيمته ٥٠ دولار عمولة سمسرة Commission، ٥٠ دولار ضريبة على البيع والشراء Taxes فان صافي ربحه في هذه الحالة يبلغ ٥٥٠ دولار وهي عبارة عن:

١٠٠٠ د - (٣٥٠ د + ٥٠ د + ٥٠ د).

أما لو ارتفع السعر خلافاً لتوقعاته الى ١٢٦ دولار فان بوسعه استخدام

(1) Form, Trading and Administration of securities decutsche bank p. 81.

امتياز الشراء في تغطية عملية البيع على المكشوف والتي تمت بسعر ١١٠ دولار للسهم، وفي هذه الحالة فان خسارته سوف تتحدد في ثمن شراء امتياز الشراء فضلا عن عمولة السمسرة والضرائب. ويشجع بعض المضاربين قيام المضارب بشراء امتياز شراء في نفس الوقت الذي يبيع فيه على المكشوف
Some traders advocate buying a call as soon as one sells short[1].

٣ - يستخدم امتياز الشراء كوسيلة لقهر الأسعار والتلاعب بالسوق.

The call is used to manipulate on the short side of the market[2].

مثال: إذا لجأ أحد كبار التجار إلي البيع على المكشوف وهو يتوقع انخفاض السعر، فان غيره من التجار غالباً مايحاكونه في هذا السلوك باعتباره قائداً، الأمر الذي يترتب عليه اتجاه السعر الى الهبوط

Since he is a leader, many traders will sell short, thus aiding the decline.

وعلى الرغم من ذلك فلأن هذا التاجر يتوجس خيفة من تقلبات السوق وتغير اتجاهات الأسعار فانه يلجأ الى وسيلة أخري من شأنها المساعدة في استمرار انخفاض السعر والتربح أيضاً من ورائها، وذلك ببيعه لامتيازات شراء بثمن زهيد يغري المشترين على الشراء رغم كونه غير راغب في تسليم الأوراق في مثل هذه الظروف فان أحداً لن يطالبه بتسليم الأوراق مالم يرتفع سعرها.

ومحصلة هذه العمليات من جانب التاجر هو حصوله علي فرق السعر في العملية الأولى وثمن بيع الامتياز في العملية الثانية[٣] .

---

(1) Charles Amos Dice & Eiteman, stock exchange, op. cit. p. 257.

(2) IBID. p 252.

(3) Dice & Eiteman, op, cit, p. 252.

مخالفة عقد امتياز الشراء لكافة أنواع العقود:

لعله من المفيد حقاً أن نتوقف قليلاً عند مسألة بدهية، غفل عن ذكرها الكتاب العرب المتخصصون ولم يتنبه اليها في بحوثهم ورسائلهم - الدارسون والباحثون رغم مالها من أهمية تفوق كل ماكتب في هذا الموضوع، وهذه باختصار أن كل مكسب يحققه أحد أطراف العقد يمثل خسارة للطرف الآخر، وبمعنى آخر فان مكسب مشتري العقد هو ذاته خسارة بائعه، والمكسب الذي يحققه البائع هو ذاته خسارة المشتري لذلك فان هذا العقد الذي يترتب على انتفاع أحد طرفيه مضرة الطرف الآخر يخالف كافة العقود المتعارف عليها شرعاً وقانوناً ولا يشبهه في ذلك أو يماثله من كل وجه سوى ماكان على سبيل القمار.

ثانيا: عقد امتياز البيع Put option

عرفه البعض بأنه عقد قابل للتداول يعطي لمشتريه أو حامله امتيازاً بأن يسلم إلي بائعه في خلال فترة زمنية معينة عدداً معيناً من أسهم شركة معينة بسعر محدد في العقد.

A put is a Contract, negotiable in form, giving the Purchaser holder the Previlege of delivering to the maker, for a specified length of time a given number of shares of a certain stock at a price fixed by the contract(1).

وعرفه فرانسيس هيرست بأنه عقد على دفع مبلغ معين من المال مقابل حق مشترى الامتياز في أن يبيع لبائعه عدداً معيناً من ورقة مالية معينة فى تاريخ معين بالسعر المسمى فى العقد.

The put is a Contract To pay money for the right to sell a certain security on a given date at a named price.

---

(1) Francis Hirst. op. cit. (٢)Di Eiteman, Op. cit p. 246.

وعرفه دوتش بنك بأنه العقد الذى يخول لمشتريه الحق فى أن بيع إلى بائع الامتياز أى أن يسلم إليه - فى أى وقت خلال فترة الامتياز وبسعر التعاقد المتفق عليه - الأسهم موضوع هذه المعاملة.

In the case of a put option, the purchaser acquiers the right to sell to the seller (option - seller) ie, to deliver to him at any time during the option period and at the agreed striking price, the shares forming the object of the transaction(1).

وجوه استخدام امتيازات البيع:

١ - يجرى شراء امتيازات البيع من جانب اولئك الذين يتوقعون انخفاض أسعار الأوراق محل التعاقد.

puts are purchassd by those who think a stock may go down(2)

وهو ما يعبر عنه باستخدام الامتيازات فى المتاجرة أو المضاربة.

The use of Privileges in trading

٢ - تستخدم كبديل لعمليات البيع على المكشوف Short sale وتفصيل ذلك انه لما كان امام المضارب الذى يتوقع انخفاض السعر أن يبيع على المكشوف أو أن يشترى امتياز بيع، فإنه قد يفضل الأسلوب الأخير علي الاسلوب التقليدى وهو يتوقع أنه سيكون بمقدوره أن يشترى الأسهم بسعر منخفض ويسلمها لبائع الامتياز بسعر التعاقد محققاً الفرق بين السعرين.

If the trader believes there is a drop in the price of certain stocks just ahead, he will buy a put instead of following the usual method of selling short(3)

---

(1) Fom. trading and aduinistration of securities deutsche Bank P. 81

(2) Enyclopaedia Americanna glossary of stock market terms P. 725 .

(3) Dice Eiteman Op. Cit p. 250.

٣- يستخدم فى التأمين ضد المخاطر:

فالتاجر الذى يقوم بشراء ورقة مالية معينة وهو يأمل أن يرتفع سعرها فيما بعد ليبيعها بسعر أعلى ويغتنم الفرق بين السعرين، وقد يتحوط فى ذات الوقت من أى هبوط فى السعر بشراء امتياز بيع لتغطية عملية الشراء، ومن شأن هذا الامتياز انه يمكنه من بيع الورقة بذات سعر شرائها. هذا فى حالة الانخفاض أما لو ارتفع السعر فلن يكون فى حاجة إلى استخدام امتياز البيع ويخسر ثمن شراء الامتياز ويربح الفرق بين سعر التعاقد وسعر السوق.

A Person who buys a stock hoping to sell later at a higher price may also buy a put as a hedge aginst a fall in price. The put enables him to sell the stock at the price for which he bought it[1].

٤ – المناورة فى السوق للتأثير على الأسعار mainpulation of stock فلو أن أحد كبار التجار المتعاملين فى السوق كان لديه كمية كبيرة من ورقة مالية معينة ويرغب فى تصعيد سعرها، فإن أمامه فى هذه الحالة أن يبيع إلى الغير امتيازات بيع Put option وبثمن زهيد بمعنى أنه سيكون ملتزماً أمام الشارى للامتياز بشراء الأوراق محل التعاقد إذا ما طلب إليه شارى الامتياز ذلك، إلا أنه غالباً ما يكون على ثقة أن أحداً لن يطالبه بتنفيذ العقد واستلام الأوراق ولكن على النقيض من ذلك فإنه يتوقع أن ترتفع أسعار هذه الأوراق. وتفصيل ذلك أن تصرفات كبار المتعاملين تكون دائما محل نظر واعتبار من جانب صغار المتعاملين، ولذلك فإنهم يقومون علي سبيل الاقتداء بشراء الأوراق التى كانت محل امتيازات للبيع والموجودة فى السوق علي أمل ارتفاع أسعارها، ومؤدى هذا المسلك والذى يتمثل فى زيادة الطلب أن ترتفع أسعار هذه الأوراق بالفعل(٢).

---

(1) The low encyclopaedia Britannica. Op. Cit vol. 16 p. 451, Material security trading.

(2) Dic & Eiteman op cit 251.

وقد يكون من المناسب هنا الاشارة إلى أن امتيازات البيع والشراء غالبا مالا يتم تنفيذها وان معظم المشترين لامتيازات الشراء وكذا امتيازات البيع يؤثرون بيع هذه الامتيازات للغير بدلا من تنفيذها. والمقصود ببيع وشراء عقود الامتيازات هو بيع أو شراء الحق ذاته فمن اشترى حق البيع أو الشراء له أن يبيع هذا الحق لغيره.

وجوه اختلاف امتياز البيع عن مختلف العقود:

امتياز البيع شأنه شأن امتياز الشراء من حيث مخالفته لسائر العقود التى يستهدف أطرافها تحقيق مصالح متبادلة وشبه متوازنة، حيث تتعارض فى هذا النوع من العقود مصلحة المتعاقدين تعارضاً بيناً، فما كان منفعة لأحد الأطراف يمثل مضرة للطرف الآخر ولذلك كانت أرباح مشترى الامتياز تمثل خسارة بائع هذا الامتياز وهو ما عبر عنه أحد الكتاب الغربيين بقوله:

The proftis for the put buyer are losses for the writer of the put (1)

وتفصيل ذلك أن المضارب الذى يتوقع انخفاض السعر أمامه - كما تقدم - أن يبيع على المكشوف أو أن يشترى امتياز بيع فإذا ما صدقت توقعاته وانخفضت اسعار الأسهم محل التعاقد - خلال فترة العقد - بواقع ٥ دولار عن كل سهم من الأسهم المائة المتعاقد عليها، فإن حامل الامتياز يقوم بشراء الأسهم من السوق ويسلمها إلى بائع الامتياز محققاً ربحاً اجمالياً قدره ٥٠٠ دولار يمثل الفرق بين سعر التعاقد وسعر السوق، وتمثل الارباح التى حققها حامل الامتياز هنا خسائر بائع الامتياز.

ثالثاً: عقد الامتياز المزدوج Double option

هو عقد يجمع بين امتياز البيع وامتياز الشراء وبمقتضاه يصبح لحامله الحق فى أن يكون بائعاً أو أو أن يكون شارياً للأوراق المالية محل التعاقد وذلك رهن

(1) Jack clark francis, management of investment ch. 25 P. 644.

بمصلحة الشارى حيثما كانت فإذا ارتفعت أسعار السوق خلال فترة العقد كان شاريا وإذا انخفضت كان بائعا، ومع تعاظم درجة المخاطرة التى يتعرض لها بائع الامتياز فلا غرو أن يتقاضى ضعف ثمن امتياز البيع أو امتياز الشراء وينقسم هذا العقد إلى نوعين اثنين:

(أ) امتياز مزدوج لايتغير فيه سعر الشراء عن البيع Straddle

وهو أحد أشكال عقود الامتيازات التى تخول لحامل الامتياز الحق في أن يشترى من أو أن يبيع إلى بائع الامتياز عدداً معيناً من الأسهم المسماه فى العقد بسعر معين فى خلال فترة العقد(١).

وقد عرفته احدى الموسوعات الكبرى بالآتى:

The straddle is the double privilege of a put and a call. It secures to the holder the right to demand of the seller at a certain price within a certain time a certain number of shares of specified stock or to require him to take at the same price within the same time the same shares of stock(2).

(ب) امتياز مزدوج يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع Spread

بينما يسمح العقد السابق The straddle لحامله أن يمارس حقه في أن يكون بائعاً أو أن يكون شارياً للأوراق المالية المسماة فى العقد بسعر واحد للبيع أو الشراء فإن هذا العقد "The spread" يختلف عن سابقه فى انه يحدد سعراً للبيع وسعراً آخر للشراء وسعر الشراء غالباً ما يكون أعلى من البيع(٣).

---

(1) Dice & Eiteman op cit p 246.

(2) Blacks law dictionary by HenryBlack 4 Th ed 1966 دار الكتب

(3) Astaddle differs form the spread in that the straddle allows put and call to be excercised at the same price,
while a spread specifies one price for the call and another for the put dice Op cit 246.
وأيضا -"A spread is similar to straddle but with the call option exercised at a Price higher than a put:
fredrick amling op.] cit

مثال ذلك:

عقد اشترط فيه أن يكون لحامل الامتياز حق شراء ورقة مالية معينة بسعر ٧٠ دولار أو أن يبيعها بسعر ٦٤ دولار خلال فترة العقد لبائع الامتياز.

فلو فرض وأن ارتفع السعر خلال فترة التعاقد إلى ٧٣ دولار فإن حامل الامتياز «مشتريه» يكسب ٣ دولار عن كل سهم تمثل الفرق بين سعر التعاقد وسعر البيع. ولو فرضنا أن السعر انخفض إلى ٦١ دولار فإنه يكسب أيضا ٣ دولار عن كل سهم حيث سيكون بوسعه أن يشترى من السوق بهذا السعر ويبيع له بسعر التعاقد وهو ٦٤ دولار.

رابعا: عقد امتياز بمضاعفة الكمية Option to double

يخول هذا العقد لحامله أن يضاعف الكمية إلى اشتراها أو تلك التى باعها بسعر يوم التعاقد إذا رأى أن التصفية فى صالحه خلال فترة العقد ونظراً لتعاظم المخاطرة التي يتعرض لها بائع الامتياز فإنه يتقاضى ضعف ثمن الامتياز العادى «امتياز البيع أو امتياز الشراء» وينقسم هذا العقد إلى نوعين:

(أ) امتياز بشراء الكمية المتعاقد عليها أو ضعفها Call - of - more option

ويخول هذا الامتياز لحامله الحق فى شراء ضعف الكمية المسماه فى العقد إذا ما رغب فى ذلك(١).

(ب) امتياز ببيع الكمية المتعاقد عليها أو ضعفها Put - of - more oPtion

ويخول هذا الامتياز لحامله أن يبيع لبائع الامتياز الكمية المتعاقد عليها أو ضعفها إذا ما رغب فى ذلك(٢).

---

(1) Call- of- more option, an option That gives The buyer the right to buy double the stated quantity of securities if he so wishes longman dic, of Bus English. p325.

(2) Put- of- moer option: An option that gives the seller the right to sell double the stated quantity of securities if he so wishes IBid.P 326.

وقد يكون من المناسب بعد أن عرضنا لأنواع هذه العقود ووجوه استخدامها أن نتناول بالتحديد وبقليل من التفصيل أبرز عناصر هذه العقود والمعالم الرئيسية لهذه البيوع استيفاء للشكل واستكمالاً للموضوع.

أطراف عقد الامتياز:

لكل عملية ثلاثة أطراف

١ - بائع الامتياز: The option seller

وهو الطرف الأول الذى يتلقى ثمن منحه الامتياز لطرف اخر.

٢ - مشترى الامتياز: The option buyer

وهو الطرف الثانى الذى يدفع ثمنا لبائع الامتياز لكى يغريه على كتابه العقد.

٣ - سمسار الأوراق المالية The Securities broker

ويشترك فى تنفيذ كل تعاقد سمساران أحدهما عن البائع والآخر عن المشترى ويقوم السمسار بدوره كوكيل عن كل منهما(١).

عناصر العقد الرئيسية:

ولكل عقد امتياز أيضا ثلاثة أركان وهى بيانات جوهرية لابد أن يتضمنها عقد الامتياز(٢).

١ - تعيين الأصل محل التعاقد

Specification of The underlying asset

٢- تعيين سعر التعاقد

Specifi- of the striking price (contract Price) or (exercise Price)
cation

---

(1) Jack clark Francis, Op. Cit P634.

(2) Kennth garbade, securilies Markets Ch. 17 P. 357

٣ - تحديد تاريخ انقضاء أجل العقد

Specification of the expiration date of option

أسعار عقود الامتيازات

لكل عقد ثلاثة أسعار[١]

١ - سعر السوق للورقة المالية محل عقد الامتياز

The market price of the optioned security.

٢ - سعر الشراء وهو ثمن شراء الامتياز الذى يدفعه مشترى الامتياز إلى بائع الامتياز، وقد يبا ع الامتياز فيما بعد بسعر مختلف عن السعر الأول.

The puchase price, this is the price the option buyer pays to the option writer when the option is originated The option may be re-sold at a different premium

سعر التعاقد The exercise price

وهو السعر الذى يلتزم بائع الامتياز فى مقابله ان يسلم الأوراق المالية محل التعاقد أو أن يدفعه فى مقابل تسلم الأوراق

This is the price at which the option writer can be legally required to buy or sell the optioned secrity - It is called the striking price or The contract price.

اختيارات مشتري عقد الامتيازات خلال فترة العقد وقبل انقضاء موعده

الاختيارات ثلاثة :[٢]

١ - أن يحتفظ بعقد الامتياز لوقت لاحق.

٢ - أن يبيع الامتياز لآخر (وهو بيع للحق وليس للأصل).

---

(1) Francis management of investment op cit p. 636.

(2) Franc is op. cit p. 635.

٣ - أن يمارس حقه فى تنفيذ عقد الامتياز مع بائعه.

وجه الخلاف بين عقود الامتيازات الأمريكية والأوروبية:

تعد هذه المسألة من الأهمية بمكان حيث تباينت فيها النقول نتيجة تباين مصادرها فاختلطت الأمور ببعضها وبدت المعلومات متعارضة[١] ووجه الخلاف الرئيسى بين عقود الامتيازات الأمريكية والأوروبية يخلص فى أنه إذا مارس حامل الامتياز حقه فى أى وقت حتى تاريخ أجل الامتياز أى خلال أى وقت خلال فترة عقد الامتياز كان الامتياز أمريكياً أما إذا اقتصر حق ممارسة هذا الامتياز علي يوم التصفية فقط وهو تاريخ انقضاء الأجل كان الامتياز أوروبياً وقد عبر من هذا المعنى صاحب كتاب أسواق الأوراق المالية بقوله:

If an option can be exercised at any time up to and including its sxpiration date, it is called an American type option. If it can only be exercised on lts expriation date it is called a European-type option[2].

طرق وأساليب تنفيذ العمليات في سوق الامتيازات Methods of trading

ثمة اختلاف بين أساليب تنفيذ هذه العمليات فى سوق الامتيازات وأساليب تنفيذ العمليات فى أسواق العمليات العاجلة أو الآجلة فالسمة الرئيسية لهذه البيوع أن كافة عقودها فى البورصات العالمية تحررها جهة واحدة وهى المعروفة بالـ"occ" أى : options clearinig Corporation فإذا ما اتفق شخصان على بيع أو شراء عقد امتياز فإن بائع الامتياز لايحرر العقد مباشرة إلى مشترى الامتياز وانما يحرر هذا العقد إلى تلك الجهة (occ) والتى تقوم من جانبها بتحرير عقد طبق الأصل للعقد السابق لذلك كانت هذه الجهة هى الطرف الآخر فى كل

---

(١) ولاثبات اختلاط الأمور على الباحثين يمكن الرجوع إلى رسالة أحمد محيى الدين رسالة مطبوعة على نفقة بنك البركة عن عمل شركات الاستثمار الإسلامية السوق العالمية من خلال تعريفه لهذه البيوع ص ١٣.

(2) Kennth Garbade, Securities Markets ch. 17 P 358.

عقد امتياز بمعنى أنها تقوم بدور الوساطة وكغرفة للمقاصة لعقود الامتيازات(1).

ولما كانت هذه الجهة تستخدم اسمها فى كل عقد امتياز لذلك كانت بالضرورة هى البائع فى كل عقد امتياز شراء والمشترى فى كل عقد امتياز بيع. وهى أيضاً الضامنة لكافة العقود(2).

وإذا ما رغب حامل امتياز الشراء The holder of the call option فى تنفيذ العقد وممارسة حقه فى الشراء فإنه يقوم بتقديم ثمن الأوراق المالية المتعاقد عليها نقداً إلي غرفة المقاصة والتى تقوم من جانبها بتسليمه الأوراق المتعاقد عليها.

ونختتم هذا المبحث بالتساؤل الذى يفرض نفسه على الموضوع وهو طالما أن حامل عقد الامتياز له حق المطالبة بتنفيذ العقد إلا أن ذلك لايمثل التزاما عليه فإلى أى مدى يجرى تنفيذ هذه العقود؟

والإجابة علي ذلك أن كافة المراجع الأجنبية تشير إلى أن المستثمرين فى هذا النوع من الأدوات المالية انما يبيعون هذه العقود لابقصد تنفيذها ولكن بقصد التربح من ورائها. وأن أحد البدائل المتاحة لتنفيذ العقد هو بيع الحق الذى يخوله له العقد إلى آخر رغبة منه فى الحصول على الفرق بين ثمن شراء الامتياز وثمن بيعه إلى الآخرين هذا بالنسبة للمشترى أما بالنسبة لبائع الامتياز فحسبه حصيلة بيع هذه الامتيازات(3).

---

(1) The occ is on The other side of every contract It acts as a Clearing and settlement intermediary in the trading and exercise of Listed options. Securities markets op. cit p.637.

(2) Since The OCC inserts its name into every option contract, it essentially becomes the seller in every option purchase and the buyer in every option sale. Francis, Management of investment

(3)A: In Fact most investors Who Sell Call and Put Options expect the market Price Of the underlying Stock to remain fairly Stable. In this way the investors Keep the Proceeds from the Sale option Without everbeing fotced to by or sell the stock. Madura, gntroduction to financial Management ch 19 p527.

B: More than 50% of call options are unexercised , this suggests as a Principle call options and put options are too risky for The average risk overting investors "Fredrick Amling, Investments P. 184.

C: An alternative to exercising the put option to make a profit is to sell it for a higher price than was paid for it "Madurs op Cit P. P. 526.

D: As Indicated earlier, investors normally sell options to take profits other than exercising them "Madura op. Cit p. 526".

موقف الشريعة الإسلامية من بيوع الامتيازات (الاختيارات)

تعريف الخيار :

الخيار لغة هو الاسم من الاختيار وهو طلب خير الأمرين اما بامضاء البيع أو بفسخه، وهذا المعنى الذى اختاره ابن الأثير فى النهاية وذكره صاحب لسان العرب قريب من المعنى الشرعى لهذا اللفظ وهو أن يكون لأحد العاقدين أو كليهما الحق فى امضاء العقد وتقريره أو فسخه ونقضه من أساسه[1] .

وقد شرع الخيار ليكون وسيلة إلى كمال الرضا والتأكد من سلامته وقيامه على أساس صحيح، ودفع الغبن، ومنع التغرير والأمن من الانخداع.

وتثبت الخيارات بأحد أمرين، اما باشتراط العاقد وإما بتقرير الشارع، ولهذا ذهب المالكية إلى تقسيم الخيار إلى قسمين، (ترو، ونقيصة)، أما خيار الترو ويقال له أيضا خيار الشرط فهو الذى ينصرف اليه لفظ الخيار عند الاطلاق، وقد عرفه المالكية بأنه بيع وقف بته «أى لزومه» على أمضاء من له الخيار من مشتر أوبائع أو غيرهما وسمى خيار ترو لما فيه من معنى النظر والتأمل فى ابرام البيع من عدمه[2].

وقد ثبت خيار الشرط بما روى فى الصحيحين عن ابن عمر قال ذكر رجل لرسول الله ﷺ وهو«حبان» أنه يخدع فى البيوع، فقال له، من بايعت فقل لاخلابة ثم أنت بالخيار فى كل سلعة ابتعتها ثلاث ليال، إن رضيت فأمسك وإن سخطت فارددهما على صاحبها[3] .

---

(١) لسان العرب لابن منظور مادة خير، وكذا ابوزهرة – مرجع سابق ص٣٨٤.

(٢) الشرح الصغير للشيخ الدردير جـ٤ ص١٧٤ ومابعدها ط عيسى الحلبى .

(٣) أورده الشوكانى فى باب شرط السلامة من الغبن جـ٥ ص ٢٨٧ دار الحديث وقال رواه البخارى فى تاريخه ، وابن ماجه والدار قطنى، وورد ايضا فى اللؤلؤ والمرجان ص١٣٧ من اول الحديث إلى قوله لاخلابه.

وذكر ابن رشد ان عمدة الجمهور فى جواز بيع الخيار حديث حبان بن منقذ وفيه «ولك الخيار ثلاثا» وماروى فى حديث ابن عمر البيعان بالخيار مالم يتفرقا إلا بيع الخيار[1] واستدلال الشافعى بهذين الحديثين على جواز بيع الخيار فى كتابه الأم[2] .

وأما القسم الثانى وهو خيار النقيصة ويطلق عليه ايضاخيار العيب، فقد قسمه المالكية قسمان، الأول ماوجب لفقد شرط والثانى ماوجب لظهور عيب فى المبيع[3] .

وقد عرفه الشافعية بأنه كل ماينقص العين أو القيمة نقصا يفوت به غرض صحيح[4] .

بينما عرفه صاحب كشف القناع بقوله، العيب نقيصة يقتضى العرف سلامة المبيع منها غالبا[5].

وقد عرف صاحب المغنى العيوب بأنها النقائص الموجبة لنقص المالية فى عادات التجار، لأن البيع انما صار محلا للعقد باعتبار صفة المالية، فما يوجب نقصا فيها يكون عيبا والمرجع فى ذلك إلى العادة فى عرف أهل هذا الشأن وهم التجار[6] ولانظننا بحاجة إلى الافاضة أو الدخول فى تفاصيل خيار النقيصة أو العيب لعدم اتصاله بالبحث.

رأى الفقه المعاصر في بيوع الخيار التى تتم فى البورصات:

بذلت قصارى جهدى للوقوف على رأى الفقهاء المعاصرين فى هذه المسألة فلم أجد بين الكتب التى امتلأت بها أحشاء المكتبات العربية ولا المؤلفات التى ذخرت

(١) بداية المجتهد ونهاية المقتصد لابن رشد جـ٢ ص٢٦٧ ط دار الكتب الحديثة.
(٢) الام للامام الشافعى الجزء الثالث باب بيع الخيار، ص٣ ط بولاق .
(٣) الشرح الصغير علي أقرب المسالك لمذهب الامام مالك جـ٤ ص١٩٨ عيسى الحلبى.
(٤) نهاية المحتاج جـ٣ ص١٠٨ نقلا عن يوسف موسى الأموال ونظرية العقد، مرجع سابق ص٤٨٩.
(٥) نقلا عن يوسف موسى الأموال ونظرية العقد ص٤٨٩ (الهامش).
(٦) المغنى لابن قدامة جـ٤ ص١١٥ مكتبة القاهر.

بها المكتبة الإسلامية سوى ثلاثة مراجع تناولت هذه البيوع واجتهد اصحابها فى التوصل إلى الحكم الشرعى فيها جملة وتفصيلا[1] وسوف اعرض فى هذا المبحث للآراء التى وردت في مرجعين منها، وأعقب عليها بما انتهى إليه رأيى فى هذه المسألة وسوف أذر المرجع الثالث لما بدا لى من قصور في المعالجة العلمية والعملية لهذه البيوع فيه وهى الأصل الذى يبنى عليه الحكم الشرعى، والقاعدة عند الأصوليين ان الحكم على الشىء فرع من تصوره.

أولا: الرأي الوارد بالموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية:

تصدت الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية لحكم البيوع الشرطية الخيارية التى تنعقد فى أسواق الأوراق المالية فعرضت لآراء مختلف المذاهب فى مسألة خيار الشرط وخلصت من هذه الآراء إلى أن خيار الشرط جائز عند فقهاء المسلمين عدا الظاهرية.

ولما كان أحد أركان عقد الخيار في هذه الأسواق بل والباعث عليه هو أن يدفع من يشترى حق الخيار إلى من با ع له هذا الحق مبلغاً من المال مقابل تخويله حق فسخ العقد خلال مدة الخيار إذا مااستبان له اتجاه الأسعار فى السوق فى غير صالحه، أو تنفيذه إذا مااتجهت الأسعار حسبما توقع فى صالحه، فقد ذهبت الموسوعة إلى أن المال الذى يأخذه بائع حق الخيار من المشترى هو حق للبائع لايرد إلى دافعه وكان وجه استدلالهم على ذلك قواله تعالى ﴿ياأيها الذين آمنوا أوفوا بالعقود﴾[2] وقوله ﷺ المسلمون عند شروطهم إلا شرطا أحل حراما أو حرم حلالا[3] وأنه لما كان للطرف الآخر نفس الحق فى الخيار فإن يجوز أن يبيع حقه هذا.

---

(١) الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، بحث عن البورصة ورأى التشريع الإسلامي- الجزء الخامس ص٣٨٧، أحمد محيي الدين- رسالة ماجستير- عمل شركات الاستثمار الإسلامية فى السوق العالمية- معاملات البورصة فى الشريعة الإسلامية د. محمد الشحات الجندى.

(٢) سورة المائدة الآية ١.

(٣) الحديث أخرجه الترمذى وقال حديث حسن صحيح.

ولم تخص الموسوعة بهذا الرأى العمليات الشرطية البسيطة دون غيرها، بل والحقت بها فى قياس سقيم غيرها من البيوع الشرطية التى تتم فى هذه السوق فجاء فى الموسوعة:

« وكما جوزنا العمليات الشرطية البسيطة، فاننا نرى جواز العمليات الشرطية المركبة لنفس الأسباب».

وحينما انتقلت الموسوعة لبيان حكم العمليات المضاعفة لم تجد الموسوعة ما يقدح في صحة هذه البيوع فذكرت أن العمليات التى يكون للبائع الحق في مضاعفة بيع الكمية التى باعها كما يكون للمشترى نفس الحق وذلك بسعر يوم التعاقد مقابل تعويض يدفعه الراغب فى المضاعفة عند اتضاح الأسعار، ولايرد إليه وتختلف قيمة التعويض حسب كمية الزيادة وموضوع المخزون، ان ذلك جائز أيضا اذا كانت الكمية المضاعفة معلومة، وكان وجه الاستدلال على هذا الحكم فى الموسوعة ان هذا شرط لايحل حراما ولايحرم حلالا والمسلمون عند شروطهم.

رأي صاحب رسالة عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية:

استهل الباحث تحليله الفقهى لهذه العمليات بتفنيد الآراء التى انتهت إليها الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية والتى ارتأى الباحث عدم مصادفتها للصواب وذهب الباحث إلى ان العقود الشرطية الآجلة غير صحيحة استنادا إلى الآتى:-

١- تعارض شروطها مع بعض المبادىء العامة فى أحكام المعاملات.

٢- ان هذه الشروط تعتبر من الشروط الفاسدة فى مختلف المذاهب.

٣- عدم صحة هذه البيوع لاشتراكها فى العلة مع بعض العقود غيرالمشروعة.

ونجتزى من التفاصيل التى ساقها الباحث ما يعضد حجته ويبرز فكرته ولايخل بالمعانى وبالقدر الذي يسمح به البحث[1] .

---

(١) أحمد محيي الدين- عمل شركات الاستثمار الإسلامية فى السوق العالمية ص٣٦٦ ومابعدها (أصلها رسالة ماجستير) وطبع على نفقه بنك البركة.

١- من حيث تعارض هذه الشروط مع بعض المبادىء العامة فى أحكام المعاملات:

(أ) تعارض العقود الآجلة الشرطية مع قصد الشارع من اباحة خيار الشرط.

(ب) تعارضها مع قاعدة العدل المطلوبة فى المعاملات.

(أ) اما من حيث تعارضها مع قصد الشارع من اباحة خيار الشرط فقد ذكر الباحث انعقاد الاجماع على أن خيار الشرط مخالف للأصل مخالف للقياس، ومع ذلك أقره الفقهاء استحسانا نظراً لحاجة الناس فيما يجدونه من معاملات،واستدل على ذلك بما نقله عن ابن رشد بقوله: «الخيار فى البيع اصله غرر وانما جوزته السنة لحاجة الناس إلى ذلك» واستطرد الباحث قائلا ان الخيار لم يشرع لكى يرى المستفيد منه هل تطور الأسعار يكون لصالحه فينفذ الصفقة أم لايكون كذلك فيختار فسخ العقد، وأضاف الباحث، وهو بصدد تفنيد الرأى بصحة البيوع الشرطية المركبة ان خيار الشرط لم يبح من أجل أن يقدر المستفيد منه هل هو بائع أم مشتر أو أن يطلب المشترى المزيد من السلعة المشتراه أو البائع المزيد من السلعة المباعة «فى حالة البيوع المضاعفة» اذا رأى أن ذلك يحقق له مكاسب.

(ب) تعارض البيوع الشرطية مع قاعدة العدل:

كشف الباحث القناع عما يشوب هذه البيوع من عيوب وماتنطوى عليه من ظلم لأحد العاقدين بقوله: «وعدم العدل فى العقود الآجلة الشرطية يكمن فى أعطاء احد العاقدين فرصة واسعة لأن يحقق أرباحا على حساب المتعاقد الآخر، فبعد أن يكون قد عرف مستوى الأسعار القائمة فى السوق، وقارن بينها وبين اسعار التعاقد فانه يختار هل ينفذ العقد أم يفسخه، «وذلك فى العقود الشرطية البسيطة» وهل يستزيد من البيع أو الشراء أم يكتفى بالكمية المتعاقد عليها، وذلك فى العقود المضاعفة، وهل يختار وضع البائع أم المشترى «وذلك فى العقود الخيارية المزدوجة».

وقد أرتأى الباحث أن كل هذه البيوع تنطوى على ظلم وجور، ونقل عن ابن تيمية قوله: «والأصل فى العقود جميعها هو العدل فبه بُعثت الرسل وبه أُنزلت الكتب».

٢- اعتبار هذه الشروط من الشروط الفاسدة في العقد:

عرض الباحث وهو بصدد اثبات فساد هذه الشروط لآراء الفقهاء فى مختلف المذاهب، ونسوق فى هذا الموضع بعضا منها لبيان وجوه الفساد فيها، ففى المذهب الحنفى ذكر الزيلعى فى «تبيين الحقائق» ان البيع الفاسد هو الذى يشترط فبه شرط فيه منفعة لأحد العاقدين لايوجبها العقد، وبتأمل البيوع الشرطية يبين أنها جميعا تتضمن منفعة لأحد العاقدين لا يقتضيها العقد، وفى الفقه الحنبلى ذكر صاحب كشف القناع الشروط الفاسدة التى يحرم اشتراطها ومنها:

- كل شرط يقتضى انشاء عقد جديد يبطل البيع، وهو بيعتان في بيعه، المنهى عنه، والنهى يقتضى الفساد.
- اذا كان الشرط منافيا لمقتضى العقد.

وقد عقب الباحث على ذلك أن البيع مع خيار الزيادة هو اشتراط لعقد جديد يتناول الكميات الزائدة عن عقد البيع الأساسى، كما أن البيع بشرط الانتقاء اى أن يحدد أحد العاقدين «وهو على وجه التحديد هنا مقر حق الخيار» هل هو مشتر أو بائع فيه منافاة لمقتضى عقد البيع.

ويكاد يتفق المذهب الشافعى مع المذهب الحنفى، ولذا نقل الباحث عن صاحب المجموع قوله: «ان الشرط الفاسد هو الشرط الذى ليس من مقتضى العقد ويتعلق به غرض يورث التنازع وينافى مقتضى البيع.

ولما كان المالكية يرون أنه مما يخل بصحة البيوع هو مايتضمن الشروط من صنفى الفساد والغرر، فقد استدل الباحث علي فساد هذه الشروط بقول ابن رشد «فما كان دخول هذه الأشياء فيه كثيرا من قبل الشرط أبطله وأبطل الشرط» وذكر

الباحث ان هذه البيوع تشتمل على غرر مؤثر وجهالة فاحشة.

٣- قياس العقود الشرطية علي بعض المعاملات الفاسدة المحرمة:

كشف الباحث النقاب عن اشتراك البيوع الآجلة الشرطية فى العلة مع بعض العقود غير المشروعة واستدل بذلك على عدم صحتها، وفصل وجوه الفساد فى هذه البيوع فيما يلى.

(أ) تضمن البيع بشرط الانتقاء غرراً فاحشاً، إذ لاغرر أكثر من أن لايدرى المتعاقد حين العقد أهو بائع أم مشتر.

(ب) في البيع بشرط الزيادة جهل بمقدار المحل حيث لايعلم كل من البائع والمشترى مقدار المباع أو المشترى.

(جـ) ان الأصل فى عقد البيع أنه من العقود اللازمة من الجانبين وإنما أُبيح شرط الخيار استحساناً للحاجة إليه ولا حاجة تدعو إلى شرط الانتقاء أو شرط الزيادة.

(د) ذكر الباحث ان البيع بشرط التعويض فيه علة النهى عن بيع العربون والجمهور على أن بيع العربون لايجوز لأنه مال بغير عوض.

رأى الباحث :

يتفق رأينا وبغير تحفظ مع التخريج الفقهى لأحكام البيوع الشرطية التى تناولها صاحب رسالة عمل شركات الاستثمار الإسلامية فى السوق العالمية والذى انتهى من خلاله إلى عدم مشروعية البيوع الشرطية الآجلة وعدم صواب الرأى الذى جاء بالموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية.

واذ نقر صاحب هذه الرسالة فيما قدمه من أسباب فساد هذه البيوع، وما توصل إليه من أحكام وهو الأمر الذى يغنينا عن اعادة ذكرها، فاننا نضيف إلى ماقدمه من أسباب فساد هذه البيوع اسبابا أخرى تدعمها قرائن قاطعة تظاهر الرأى الشرعى الذى توصلنا إليه وتؤيده، وتعبر الأسباب السابقة وتلك اللاحقة فى

مجموعها عن وجهة نظرنا فى هذه المسألة من الناحية الشرعية، وتخلص هذه الأسباب فيما يلى:

- انطواء البيوع الآجلة الشرطية على بيع الإنسان ماليس عنده.

- صورية أغلب البيوع الخيارية الشرطية وحصول الايجاب والقبول على محض المراهنة.

- اقتران هذه العقود ببعض الشروط الفاسدة وذلك من حيث:

١- مدة الخيار .

٢- اشتراط منفعه لأحد طرفي العقد مقابل حق الخيار هو من قبيل الشرط الفاسد لكونه.

(أ) منافيا لمقتضى العقد .

(ب) انطواء هذا الشرط علي مصلحة زائدة فيها شبهة الربا وتعد من جنس القمار والرهان المحرم شرعا.

٣- بيع حق الخيار وتداوله من مشتر لآخر خلال مدة الخيار انما هو بيع لما لايقبل حكم العقد شرعا.

أولا: أنطواء البيوع الآجلة الشرطية على بيع الإنسان ماليس عنده:

لما كانت البيوع الآجلة الشرطية هى أحد صور البيوع الآجلة فى أسواق الأوراق المالية والتى انتهينا فى موضوع سابق إلى بطلانها شرعاً، لإنطوائها على بيع الإنسان ما ليس عنده، فان هذا البطلان ينسحب أيضاعلي البيوع الشرطية لاشتراكها فى العلة مع البيوع الآجلة، واذا كنا قد بسطنا فى موضع متقدم لأقوال الفقهاء فى مختلف المذاهب ونقلنا اجماعهم على عدم جواز بيع الإنسان ماليس عنده، فقد حرصنا على أن نعرض لرأى الإمام ابن قيم الجوزيه بسبب ماينسب إليه ظلما، أو جهلا باباحته بيع الإنسان ماليس عنده فنقلنا عنه قوله: «ان بيع

الإنسان ماليس عنده انما هو من بيع الغرر وأنه من جنس القمار والميسر، ونقلنا كذلك عن صاحب مصادر الحق فى الفقه الإسلامى اشتراط الفقهاء ان يكون محل العقد موجودا وقت التعاقد، فاذا لم يكن موجودا فالعقد باطل، حتى لو كان المحل محتمل الوجود، بل حتى لو كان محقق الوجود فى المستقبل.

ولأننا نبتغى الوصول بالحكم إلى غايته وهى اصابة وجه الحق الذى قصده الشارع فقد رأينا ان ندعم رأينا بمزيد من الأدلة العلمية والعملية والتى تطرح تصورا جليا لهذه البيوع تزول معه وجوه الشك والريب التزاما بالقاعدة الأصولية التى تقول ان الحكم على الشىء فرع من تصوره.

يقول أحد علماء التمويل والاستثمار المتخصصين فى شئون البورصات:

After estabishing a brokerage account you couLd tell your broker to sell a call option on IBM stock, Yod do not need to own the stock, you just need to maintin a certain balance in your brokerage account.

ومفاد ماتقدم ان بوسعك بعد ان تفتح حسابا لدى احد بيوت السمسرة أن تطلب من سمسارك ان يبيع لك امتياز شراء لأسهم شركة IBM .

ولن تكون فى حاجة إلى امتلاك هذه الأسهم «والتى تبيع للغير حق شرائها» وكل ماتحتاجه هو أن يكون لك رصيد معين فى حسابك لدى السمسار.

ويبين مماتقدم ان بيوع الامتيازات وان شئت فقل البيوع الخيارية الشرطية فى أسواق الأوراق المالية تنطوى على بيع الإنسان ماليس عنده.

ثانيا : صورية اغلب البيوع الخيارية الشرطية:

من الأمور الثابتة التى لاينازع فيها منازع أن أغلب البيوع الشرطية صورية ولايجرى تنفيذها ولايترتب عليها بالتالى تمليك ولاتملك فلا المشترى يتملك المبيع ولا البائع يمتلك الثمن. ولما كانت عقود البيع انما وضعت شرعا لافادة التمليك، فاذا

كانت غير مؤدية لذلك كانت غير محققة لهذا المقتضى[1] وما خالف مقتضى العقد فهو باطل[2] فالبيع فى الفقه الإسلامى تمليك وتملك على التأبيد، به يملك البائع المبيع للمشترى ويتملك الثمن، ويملك المشترى الثمن للبائع ويتملك المبيع ويتم ذلك بحكم الشرع وعلى سبيل التأبيد.

وكما ذهب صاحب أحكام العقود فى الشريعة الإسلامية والقانون المدنى فان البيع لاينعقد بمجرد التعبير عن الرضا إلا إذا كانت هناك نية البيع ونية الشراء، فالنية لابد منها فى كل من الايجاب والقبول والنية فى البيع هى أن يقصد الشخص بتعبيره معاوضة مال بمال تمليكا وتملكا أى يقصد معنى البيع، ويقصد كذلك آثاره وهى التمليك والتملك[3] فالعبرة بالمقاصد والمعانى لا بالألفاظ والمبانى.

ولهذا أيضا نقل د. يوسف موسى عن تقى الدين ابن تيمية قوله ان الله هو الذى جعل العقود أسباباً إلى احكام قصدها منها وناطها بها فشرع البيع سببا لملك الأموال بطريق المعاوضة، والهبة سببا لملك المال تبرعا، والنكاح سببا لملك البضع، والخلع سببا لحصول البينونة، فالعقود اذن اسباب جعلية شرعية والشارع هو الذى يرتب عليها أحكامها وآثارها.[4]

وقد تظاهرت أدلة الشرع وقواعده على أن القصود فى العقود معتبره وأنها تؤثر فى صحة العقد وفساده وفى حله وحرمته، بل وأبلغ من ذلك انها تؤثر فى الفعل الذى ليس بعقد النية والقصد. فالحيوان يحل اذا ذبح لاجل الأكل ويحرم اذا ذبح لغيرالله، ومن جلس فى المسجد ولم ينو الاعتكاف لم يحصل له، ولو أكل طعاما حراما يظنه حلالا لم يأثم به ولو أكله وهويظنه حراما وقد أقدم عليه اثم بنيته فالنبى ﷺ قال كلمتين كفتا وشفتا وتحتهما كنوز العلم «انما الأعمال بالنيات

---

(1) Madura, Introducition to Financial Management P.527.

(٢) الامام ابو زهرة – الملكية ونظرية العقد فى الشريعة الإسلامية .

(٣) المرجع السابق ص٢٣٧ نقلا عن كتاب الشروط والعقود من فتاوى ابن تيمه جـ٣ ص٣٢٣.

(٤) د. عبدالناصر توفيق العطار– احكام العقود فى الشريعة الإسلامية والقانون ص١٠٣.

ولكل امرىء مانوى» فبين فى الجملة الأولى أن العمل لايقع إلا بالنية، ثم بين فى الجملة الثانية أن العامل ليس له من عمله الا مانواه، وهذا يعم العبادات والمعاملات والإيمان والنذور وسائر العقود والأفعال، فمن نوى بعقد النكاح التحليل كان محللا ولايخرجه من ذلك صورة عقد النكاح(١) .

واذا كنا قد اثبتنا ان البيوع الشرطية تنطوى على بيع الإنسان ماليس عنده وأن بائع حق الخيار لن يكون مضطرا لامتلاك الأوراق محل عقد الخيار، فان مالم نذكره هو السبب فى عدم اضطراره لامتلاك هذه الأوراق، وهذا فى الواقع هو السبب الثانى لبطلان هذه البيوع وهو صوريتها، فاذا قيل وما الدليل علي ذلك قلنا الأدلة علي ذلك كثيرة ونذكرها تباعا بنصوصها التى وردت بها في المراجع الغربية والتى نشأت هذه الأسواق فى حضانتها.

In fact most investors who sell call and put options expect the market price of the underlying stock to remain fairly stable, In this way, the inverstors keep the proceeds from the sale of the options without everbeing forced to buy or sell the stock(2).

وتفصيل ماتقدم ان معظم المستثمرين الذين يقومون ببيع حق الخيار يتوقعون استقرار اسعار الأوراق محل التعاقد وعدم تقلبها خلال فترة العقد، الأمر الذى ينتفى معه قيام آية مصلحة لمشترى حق الخيار تدفعه إلى مطالبة الطرف الآخر إلى تنفيذ العقد، ومع هذا فان استقرار الأسعار ليس هو السبب الوحيد لعدم تنفيذ العقد اذ تنتفى مصلحة حامل امتياز الشراء فى تنفيذ العقد فيما لو انخفضت الأسعار عن سعر التعاقد أو ارتفعت عن سعر التعاقد ولكن بما لايغطى ثمن شراء حق الخيار، وتنتفى كذلك مصلحة حامل امتياز البيع فى تنفيذ العقد فيما لو ارتفعت الأسعار عن سعر التعاقد أو انخفضت بما لايغطى ثمن حق الخيار أما الحالة الوحيدة التى يلجأ معها مشتري حق الخيار إلى المطالبة بتنفيذ العقد،

(١) اعلام المعوقين عن رب العالمين- ابن القيم الجوزيه الجزء الثالث ص٩٦- دار الحديث.

(2) Madura, Introduction to, Financial Management p. 527.

فهى ارتفاع السعر بما يتجاوز ثمن حق الخيار فى حالة امتيازات الشراء أو انخفاضه بما يسمح بتغطية ثمن حق الخيار وزيادة فى حالة امتيازات البيع.

ويؤكد صاحب المرجع السابق فى موضع آخر أن معظم المستثمرين الذين يقومون بشراء امتيازات البيع والشراء يؤثرون التربح من بيع حقوق الخيار عن تنفيذها، وفى هذا الصدد يقول المؤلف :

Most investors who puchase call and put options sell their options for a profit (or loss rather than exercising them) [1]

ولم يكن ذلك رأى الكاتب السابق وحده، بل يشاركه فى ذلك آخرون، ولذلك يذكر صاحب كتاب الاستثمار أن أكثر من ٥٠٪ من امتيازات البيع والشراء لايتم تنفيذها وأن مؤدى ذلك ارتفاع نسبة المخاطرة فى هذه البيوع.

More than 50% of call options are unexercised this suggests as a Principle options and put options are too risky [2].

مــدة الخيــار :

يقول صاحب مراتب الاجماع «اتفقوا ان البيع بخيار ثلاثة أيام بلياليها جائز[٣]» أما إذا زادت المدة على ثلاثة أيام فغير جائز عند أبى حنيفة وزفر والشافعى، وقال احمد والصاحبان يصح اذا ذكرت مدة معلومة، وقال مالك الأصل ان يكون لثلاث ولكن يصح تعيين أكثر من ثلاثة إذا وجدت حاجة تدعو لذلك[٤] .

ويقول صاحب كفاية الأخيار الشافعى، وأما خيار الشرط فانه يصح بالسنة والاجماع بشرط ألا تزيد على ثلاثة أيام، فان زاد بطل البيع[٥] ونقل عن الزركشى

---

(1) Madura, op. cit p. 526.

(٢) Fredrick Amling- op. cit p.184.

(٣) مراتب الإجماع لابن حزم ص٩٩- دار الافاق الجديدة.

(٤) الامام محمد ابوزهرة - مرجع سابق ص٣٩.

(٥) كفاية الاخيار حل فى غاية الاختصار جـ١ ص٢٥٧.

قوله: «إعلم أنهم قطعوا بالبطلان فيما زاد على ثلاثة وانما لم يخرجوه لأن الشرط الفاسد إذا اقترن بالعقد يقتضى غالبا إما زيادة فى الثمن أو محاباة، ونقل الينا صاحب الشرح الصغير أن منتهى مدة الخيار فى العروض خمسة أيام وفى العقار ستة وثلاثون يوما[1] وهذه هى أقصى مدة للخيار عند المالكية وقد ورد عن ابن عمر أنه قال: «ماأجد أوسع مما جعل رسول الله ﷺ لحبان ان رضى أخذ وان سخط ترك[2] وقد بين ابن رشد سبب الخلاف عند الفقهاء فى هذه المسألة بقوله: «من لم يجز الخيار إلا ثلاثا فهو أن الأصل ان لايجوزالخيار، فلايجوز منه إلا ماورد فيه النص في حديث منقذ بن حبان وذلك كسائر الرخص المستثناه من الأصول، وقد جاء تحديد الخيار بالثلاث فى حديث المصراة وهو قوله «من اشترى مصراة فهو بالخيار ثلاثة أيام»[3] .

فحجة الذين قيدوا المدة بثلاثة أيام لاتعدوهاأن شرط الخيار ثبت على خلاف القياس، إذ هو شرط مخالف لمقتضى العقد، بينما حجة أحمد والصاحبان ان الخيار شرع للتروى لدفع الغبن والتغرير والأمن من الانخداع، وقد تدفع الحاجة إلى تعيين مدة أطول، فجاز تعيين هذه المدة، ويترك الأمر إلى تقدير العاقدين[4] .

واذا ماتأملنا حجة من قالوا أن: «الحاجة قد تدفع إلى تعيين مدة أطول فيترك الأمر إلى تقدير العاقدين، وأنه ربما ذكر رسول الله ﷺ هذه المدة «الأيام الثلاثة» لكفايتها ولكن عساها لاتكفى غيره، وأن قصد العاقدين تعيين مدة أطول دليل على حاجتهم إليها، ثم إذا أمعنا النظر فى مدة الخيار للبيوع التى تجرى فى

---

(١) الشرح الصغير للشيخ الدردير

(٢) أبوزهرة – مرجع سابق .

(٣) بداية المجتهد ونهاية المقتصد – مرجع سابق جـ٢ ص٢٦٨، والحديث اخرجه ابن ماجه فى كتاب التجارات باب بيع المصراة جـ٢ ص٧٥٣ برقم ٢٢٣٩ عن محمد بن سيرين عن أبى هريرة عن النبى صلى الله عليه وسلم انظرالجامع الكبير- للامام جلال الدين السيوطى سلسلة مجمع البحوث الإسلامية برقم ٣٠٢٢.

(٤) الامام محمد أبو زهرة – مرجع سابق ص٣٩٠.

البورصات والتى تمتد من مدة ادناها شهرا إلى اثنى عشر شهرا[1] لوجدنا هذا الشرط فاسدا عند مالك وأبى حنيفة وزفرو الشافعى، ثم إذا نظرنا إلى تقدير العاقدين وما قد تدعو إليه الحاجة فسوف ندرك على الفور مدى فساد هذا الشرط لاقترانه بشرط آخر أكثر فسادا وهو ارتباط ثمن بيع الإمتياز «حق الخيار» بمدة الخيار فيزيد ثمن البيع بزيادة المدة ويقل بنقصانها وهذا ما نبه إليه الزركشى رحمه الله بقوله: «أن الشرط الفاسد يقترن به غالبا زيادة فى الثمن» أما سبب هذه الزيادة عند فقهاء البورصات وعلماء التمويل والاستثمار فهو أنه كلما طالت المدة كلما زاد احتمال تنفيذ عقد الخيار من جانب حامله[2] ، وهو الأمر الذى يستفاد منه أن طول مدة الخيار وقصرها فى هذه البيوع لاتدعو إليه حاجة أو ضرورة وانما تستخدم كأداة للمقامرة والحصول على أموال بغير مقابل، وتعد بالتالى وسيلة لأكل أموال الناس بالباطل، ونخلص من ذلك أن طول المدة فى هذه البيوع ليس دليلا على الحاجة عند من يرى ذلك والتوسع فى مسألة جاءت على خلاف القياس لاتدعو إليه ضرورة خاصة مع هذا النوع من البيوع والتى لم يشرع الخيارلأجلها ونحن مع قول ابن عمر الذى سبق ان اثبتناه وننحاز إلى النص والذى لم يثبت خلافه فى قول صحيح ولاسقيم.

٢- اشتراط منفعة لأحد طرفى العقد مقابل حق الاختيار هو من قبيل الشرط الفاسد لكونه .

---

(1) The length of the option Varies from thirty days to one year Investement, Fredirch Amling, op. cit, p 181.

(2) Writers of longer term option charge largerpremiu ms than writers of short term options on the same security,
The charge is higher simply because the probablilty that the option will be exercised and that the writer will lose money increases with the length of time the option remanis open. Mangement of investment op, cit p641.

١ - منافيا لمقتضي العقد ومقصوده :

ذهب جمهور الفقهاء إلى أن كل شرط يخالف مقتضى العقد فهو باطل[١] ومقتضى العقد هو مارتبه الشارع عليه، بمعنى ان الشرط يكون مما لايقتضيه العقد إذا لم يفهم من صيغته بدون ذكره، فمقتضى العقد أن يقوم البائع بتمليك المبيع للمشترى، وأن يقوم المشترى بتمليك الثمن للبائع، ومن مقتضى العقد تصرف كل واحد من العاقدين فيما يصير إليه من بيع وثمن، فلا يمنع أحد المتعاقدين من استعمال مايثبته العقد له من حقوقه، فمن باع دارا إلى آخر واشترط عليه إلا يبيعها مطلقا كان شرطه مخالفا لمقتضى العقد ومقصوده، ومن باع ارضاً واشترط على الطرف الآخر أن يقفها على جهة معينة ولو كانت جهة خير كان شرطه منافيا لمقتضى العقد، ومن اشترط على البائع إذا باع ما اشتراه بأقل مما اشترى رجع عليه بالباقي، كان شرطه منافيا لمقتضى العقد، ونحو ذلك مما يترتب على العقد شرعا وان لم يذكر، ولذلك ذهب المالكية إلى أن من اشترط شرطا لايقتضيه العقد وينافى مقصوده كان الشرط مفسدا للبيع، ومن اشترط شرطا لايقتضيه العقد ولا ينافيه كما إذا باعه بشرط الأجل أو الخيار أو الرهن أو الضمان فان البيع في كل هذا صحيح وكذلك الشرط.

وذهب الأحناف إلى أن الشرط الفاسد هو ماكان شرطا لايقتضيه العقد ولا يلائمه ولم يرد به الشرع أو العرف وكان لأحد المتعاقدين فيه منفعه.

وذهب الشافعية إلى أن الشرط يكون فاسدا إذا كان مما لايقتضيه العقد وان من شرط آن يرد مبيعا بعيب فان ذلك من مقتضى العقد وذهب الحنابلة إلى أن من اشترط شرطا ينافى مقتضاه فان الشرط يكون فاسدا لايعمل بمقتضاه ولكن البيع صحيح[٢] .

---

(١) مجموعة فتاوى ابن تيميه الكبرى جـ ٣ ص٣٢٣، ٣٢٤ - دار المنار.

(٢) الجزيرى مرجع سابق - ٢٢٦ إلى ٢٢٨، محمد يوسف موسى مرجع سابق ص ٤٢٧ علي الخفيف، مختصر احكام المعاملات الشرعية- العقد - طبعة السنة المحمدية ص٧٤.

وبالنظر إلى المال المبذول الذى يحصل عليه أحد طرفى العقد مقابل بيعه لحق الخيار، وبذل الطرف الآخر لهذا المال مقابل تخويله الحق فى فسخ العقد خلال الفترة المحددة به إذا مااستبان له أن الأسعار فى السوق تتجه فى غير صالحه، يبين أن هذا الشرط ينافى مقتضى العقد ومقصوده للأسباب الآتية:

أولا : ان هذا الشرط لايفهم من صيغة العقد إذا لم يرد به ذكر.

ثانيا : انه يحول دون ترتيب الآثار التى رتبها الشارع وهى تمليك المبيع للمشترى والثمن للبائع.

ثالثا : ان الثمن المبذول مقابل حق الخيار انما جرى بذله من جانب مشترى هذا الحق على محض المراهنة على ارتفاع الأسعار أو انخفاضها فى السوق اثناء فترة العقد وهذا مما ينافى مقصود العقد والذى هو مقصود الشارع.

(ب) انطواء هذا الشرط علي مصلحة زائدة فيها شبهة الربا وتعد من جنس القمار والرهان المحرم شرعاً:

ان حصول أحد العاقدين على مال بغير عوض مقابل جعل الخيار للطرف الآخر يمثل مصلحة زائدة فيها شبهة الربا واضحة، باعتبار الربا زيادة مال بلا مقابل فى معاوضة مال بمال، ومن يحصل على ثمن بيع حق الخيار انما يفعل ذلك مقامرة ومراهنة على استقرار الأسعار فى السوق أو اتجاهها في غير مصلحة تنفيذ العقد من جانب الطرف الآخر، أما الطرف الآخر فانه يبذل هذا المال على محض المراهنة على ارتفاع الأسعار أو انخفاضها وفقا لمركزه وما يحقق مصلحته كبائع أو مشترى، فاذا ما اتجهت الأسعار فى غير مصلحته فحسبه تكبد المال المبذول مقابل حق الخيار باعتباره اخف الضررين وأهون الشرين حيث يصبح تنفيذ العقد من جانبه شرا يدرأه عن نفسه بالفسخ وتكبد ثمن حق الخيار، بل ان مشترى الخيار سوف يكون متأهبا لأن يدفع ضعف هذا المال فى حالة الامتياز المزدوج والذى يخول له الحق فى أن يكون بائعا أو مشتريا، فاذا مااتجهت

الأسعار إلى الارتفاع اختار أن يكون مشتريا بالسعر المتعاقد عليه وان انخفضت الأسعار في السوق اختاران يكون بائعا بالسعر المتعاقد عليه محققا الفرق بين الأسعار في السوق وسعر التعاقد، وحيث أن كلا من مشترى حق الخيار وبائعه لايمتلك غالباً هذه الأوراق، ومشترى هذا الحق قد يكون له حق البيع فقط أو حق الشراء فقط أو هما معاً، بينما بائع حق الخيار قد يكون بائعا فقط او مشترياً فقط، فاذا ما اضطر العاقد الذى جعل الخيار لصاحبه الى تنفيذ العقد فان هذا يعنى خسارة محققة له سواء كان بائعاً أو مشتريا وتفصيل ذلك أنه لو كان بائعاً فسوف يضطر إلى شراء الأوراق المتعاقد عليها بسعر السوق والذى يزيد عن سعر التعاقد، ولو كان مشتريا فانه سيشترى بسعر التعاقد والذى يزيد عن سعر السوق، ولذلك يحرص بائع حق الخيار فى البيوع الشرطية المزدوجة على مضاعفة ثمن بيع حق الخيار بسبب ضعف مركزه وبما يقلل من فرص تنفيذ العقد اذا لم تغطي فروق الأسعار ثمن الخيار.

ويبين مما تقدم أن هذا النوع من العقود تتعارض فيه مصلحة العاقدين تعارضا بيناً، فما كان مظن منفعة لأحد الأطراف يمثل مضرة للطرف الآخر، لذلك كانت أرباح مشترى الامتياز تمثل خسارة بائع هذا الامتياز، وهو ماعبر عنه أحد علماء الاستثمار وشئون البورصات بقوله:

The profits for the put buyer are losses for the writer of the put and Vice versa(1)

وعبر الكاتب عن ذلك فى موضع آخر بقوله: وحيث ان أرباح أحد الأطراف تمثل خسارة الطرف الآخر.. الخ ..

Since one Partys gains are the other party's losses... ECT..

وأحد القواعد الكلية فى الإسلام انه لاضرر ولاضرار، وكل ضرر مؤكد مدفوع وكل مصلحة مؤكدة مجلوبة وأحكام النصوص مشتملة على مصالح

---

(1) Management of investmen, Op. Cit. P. 644.

العباد ودافعة لأضرارهم.

ومن القرائن القاطعة التى نقدمها لدحض أية فرية تزعم صحة هذه البيوع لتجانسها فى الاسم مع بيع الخيار فى الشريعة الإسلامية، ماكتبه «فرانسيس هيرست» مؤكدا ان هذه البيوع من قبيل المراهنة والقمار فيقول: «اذا كان الفيصل بين المضاربة بمفهومها العام والرهان يبدو ضئيلا للغاية. فان الفرق بينهما يتضائل حتى لاتكاد تراه العين المجردة للمراقب العادى فى حالة البيوع الشرطية الخيارية، وتكاد تنعدم هذه الفروق امام القضاة ذوى البصائر الحادة والذين وهبوا حياتهم فى التمييز والتمحيص واستخلاص الأشياء من الشوائب التى تغير ملامحها فى حالة البيوع الشرطية المزدوجة.

"If the line between Common speculation and a bet appears rather fine, it is almost invisible to the naked eye of an ardinary observer in th case of options, and hardly visible in the case of double options even to the sharp eyes of Judges Whose lives have been given up to the making and refining of distinction(1).

وليست الأدلة التي قدمناها رغم قوتها هى كل ما فى جعبتنا بل ولدينا مزيد لتمزيق آخر قناع عن هذه البيوع لتبدو بصورتها الحقيقية من غير رتوش الأمر الذى يمتنع معه الخلط ويزول معه الالتباس.

اذا كان تنفيذ العقود الخيارية الشرطية كما أوضحنا رهن بتقلبات الأسعار فى السوق اذا ماتجاوز فرق السعر المال المدفوع من جانب صاحب حق الخيار، فان من العقود الخيارية مايمتنع بمقتضاه على من جعل له حق الخيار المطالبة بتنفيذ العقد حيث لاتقتضى هذه العقود تسليم ولاتسلم ولاتمليك ولاتملك لأنها تقوم على محض المراهنة على اتجاهات الأسعار فى السوق وتسوية الفروق ويطلق على هذه الأداة المالية التى استحدثها الفكر المالى الغربى Index options أى العقود

(1) Francis W,. Hirst. the stock Exchange.

الخيارية المرتبطة بمؤشرات الأسعار وتشتمل على امتيازات بيع وأمتيازات شراء، وقد عبر جاك كلارك فرانسيس عن استخدامات هذه البيوع فى المراهنة بقوله: -

Index options are useful way of reducing market risk, and also of simply betting on the directions the market will take[1]

وضرب الكاتب المذكور مثالا علي الكيفية التى تتم بها عمليات المراهنة تحت عنوان

. Betting on the market with an index option

أى المراهنة على اتجاهات السوق من خلال مؤشرات الأسعار لبيوع الخيار.

وإذا كان القانون الأمريكى الى وقت قريب لم يكن يجيز الحصول علي فروق الأسعار ويعتبرها من القمار .

The New York Laws hold that such customers are gambling in differences and that such transactions are invalid[2]

فان القانون التجارى المصرى قد استباح المقامرة على هذه الفروق اذ تقضى المادة ٣/٧٣ ان الأعمال المضافة إلى أجل المعقودة فى بورصة مصرح بها طبقاً لقانون البورصة ولوائحها وتكون متعلقة ببضائع أو أوراق ذات قيمة مسعرة تعتبر مشروعة أو صحيحة ولو كان قصد المتعاقدين منها أنها تؤول إلى مجرد دفع الفرق[٣] .

ويبين مماتقدم ان ثمن حق الخيار هو مال مبذول ممن جعل له الخيار بغير عوض، وما كان بذله لهذا المال إلا على محض المراهنة على ارتفاع الأسعار أو انخفاضها فى الأسواق، وما كان الايجاب أو القبول ممن جعل الخيار لصاحبه إلا مراهنة على استقرار الأسعار وعدم تغيرها خلال فترة الخيار والاطمئنان إلى أن

(1) Management of Investment, op. cit. p. 651
(2) IBID.

(٣) قانون التجارة المصرى - الهيئة العامة للمطابع الأميرية ١٩٨٥.

الطرف الآخر لن يلجأ إلى تنفيذ العقد طالما استقرت الأسعار أو لم تتحرك في الاتجاه الذي يحقق لحامل حق الخيار مصلحة مؤكدة فى تنفيذ العقد.

وماشرع الخيار لكي يكون اداة للمراهنة ووسيلة للمقامرة، وما أذن فيه رسول الله ﷺ إلا لدفع الغبن والتغرير عمن يظلم فى البياعات، ومن لادراية لهم بمسائل البيع والشراء وعقد الصفقات فى الأسواق.

(جـ) بيع حق الخيار وتداوله من مشتر لآخر إنما هو بيع لما لايقبل حكم العقد شرعا:

اشترط الفقهاء فيما يكون محلا لعقد ان يكون قابلا لحكم العقد شرعا، فلا ينعقد البيع مالم يكن المبيع مالا متقوما مملوكا، فغير المال، والمال غير المتقوم والمال المتقوم غير المملوك كل ذلك تأبى طبيعته التعاقد عليه، وكل عقد يرد عليه يكون باطلا(١) .

ويقول ابن الأثير ان المال في الأصل مايملك من الذهب والفضة ثم اطلق على كل ما يقتنى ويملك من الأعيان وينتفع به على وجه معتاد(٢) .

ويقول الامام الشافعى بانه لايقع اسم مال إلا على ما له قيمة يباع بها ويلزم متلفه(٣) .

وقال الحنفية المالية للشيء لاتثبت الا بالتمول، والتمول صيانة الشيء واحرازه(٤) .

وذهب الشيخ على الخفيف إلى القول بان الشيء لا يكون مالا عند الفقهاء إلا إذا توفر فيه أمران: إمكان حيازته، وإمكان الانتفاع به على وجه معتاد، فما ليس

---

(١) مصادرالحق فى الفقه الإسلامى - مرجع سابق ج٢ ص٩٣.

(٢) لسان العرب لابن منظور -مادة «مول».

(٣) محمد يوسف موسى مرجع سابق نقلا عن الاشباه والنظائر للسيوطى ص١٩٧ .

(٤) محمد ابوزهرة مرجع سابق ص٥٢.

فى الإمكان حيازته فلا يعد مالا- وان انتفع به - كضوء الشمس وحرارتها، وكذلك مالا يمكن الانتفاع به على وجه معتاد لايعد مالا- وإن احرز فعلا.

وإذاكان الأحناف يرون أن المال لايكون إلا مادة حتى يتأتى احرازه وحيازته فقد ذهب الشافعية والمالكية والحنابلة إلى أن المنافع أموال اذ ليس من الواجب عندهم احرازه بنفسه بل يكفى ان يمكن حيازته بحيازة أصله ومصدره[1] .

ولما كان من الثابت ان حق الخيار يجرى تداوله فى أسواق الأوراق المالية وينتقل بالبيع والشراء من متعاقد إلى آخر، فالحق الذى يبا ع ليس مما يقتنى أو تجرى حيازته فيكون فاسدا عند الأحناف وتداوله من متعاقد لآخر لاتتحقق من خلاله حيازته بحيازة اصله ومصدره فيكون باطلا عند المالكية والشافعية والحنابلة وسائرالفقهاء.

فالخيار الذى هو طلب خير الأمرين اما بامضاء العقد وتقريره أو فسخه ونقضه من أساسه ليس مالا ولا يصلح ان يكون عوضا وانما اذن فيه رسول الله ﷺ لكى يكون وسيلة إلى كمال الرضا ودفع الغبن والتغرير والأمن من الانخدا ع لمن يخد ع فى البياعات وليس له دراية بأمور البيع والشراء وعقد الصفقات فى الأسواق وما أذن رسول الله ﷺ فى أن يكون عوضا فى البياعات أو وسيلة إلى المراهنة والقمار. ويبين مما تقدم ان حق الخيار هو مما لايقبل حكم العقد شرعا عند سائر الفقهاء.

---

(١) على الخفيف مختصر احكام المعاملات الشرعية - العقد - ص٣ مطبعة السنة المحمدية.

خاتمة وتوصيات

لقد شرعت فى كتابة هذا البحث ونظرتى لأسواق الأوراق المالية لا يتجاوز مداها حدودنا الاقليمية، وانتهيت من هذا البحث بعد رحلة مديدة مع الأسفار الأجنبية والتى لازمتها وطفت من خلالها على الأسواق العالمية لأرى كيف انحرفت هذه الأسواق عن مسارها، وكيف أضافت الى وظائفها الأصيلة التى قامت من أجلها. ودعت الحاجة والضرورة الى وجودها، وظائف جديدة ما كان لها أن تقوم بها لولا الرغبة المحمومة فى الثراء السريع، فتحولت هذه الاسواق الى ما يشبه أندية القمار[1]. وليس أدل على ذلك من تخصيص بعض ردهات هذه البورصات للمراهنة على تقلبات واتجاهات الأسعار. وليس مفاد ذلك أن البورصة كيان ذميم، وأن كل من يتردد عليها مقامر ومُليم «بضم الميم» فما عرضنا له إنما هو من سلوكيات المجتمعات الغربية التى فصلت بين الدين والدنيا، ويظل للبورصة دورها الأصيل الذى قامت من أجله.

إن أحداً لا يمارى أن اختلاف القوانين الوضعية من بلد لآخر أمر طبيعى لأن هذه القوانين تعبر عن فلسفة هذه الشعوب وتراثها وقيمها ومعتقداتها وتتعدد بتعدد حاجاتها وتتبدل وتتغير بتغير الزمان والمكان وحركة التطور فى شتى العصور والأزمان. الا أن المثير للدهشة حقاً أن معظم الدول العربية التى يدين معظم شعوبها بالإسلام تحكمها أعراف وقوانين الدول الغربية رغم بعد الشقة بين هذه وتلك وقد ترتب على اقتباس هذه التشريعات من الغرب أن جاءت هذه الدول بتشريعات لم نألفها ومعتقدات لاندين بها ولا تعبر الا عن فلسفة شعوبها. لذلك لم يكن مستغربا أن نرى معظم هذه التشريعات تستبيح التعامل فى ما حرم علينا، وأصبحت المؤسسات المالية تتبارى وتتنافس فيما بينها فى ابتكار الأساليب الربوية

---

(١) وليس ذلك بمستغرب وقد وصفها كينز بأنها كازينو للقمار.

Keynes himself uses the term in this sense in his general theory where he describes the stock market as a casino Inflation, Thomos wilson 1961.

وعرضها على جمهور المدخرين بعد تغليفها فى صور استثمارية حديثة، وهى لا تدرى بذلك أنها تزخرف الافك وتزين الباطل.

واذا كانت هذه الممارسات قد وجدت قبولا عند البعض فان طائفة من المسلمين مازالت قابضة على دينها تنأى وتعرض عن هذه الممارسات تجنبًا للشبهات. الأمر الذى ترتب عليه توجه هذه المدخرات الى الاستثمار السلبى فى شراء الذهب والأراضى وتشييد المبانى. والأغرب من هذا وذاك هو أن بعض التشريعات العربية تنظر الآن فى استخدام حق الخيار فى البورصات والذى يمثل أعلى درجات المقامرة والرهان.

إن هناك دعوة مستمرة من جانب المسئولين عن الأسواق فى الدول العربية الى تنشيط التداول ببورصات الأوراق المالية، ومن أجل ذلك تنعقد الندوات وتقام المنتديات وتنفق عشرات الآلاف من الدولارات، وقد خفى على أنصار هذا الاتجاه عدة أمور منها: أن حامل السهم شريك فى الشركة والأصل فى الشركة هو استمرارية الشريك والاستثناء هو الانسحاب أو الانفصال، صحيح أن الفقهاء أجازوا انتقال حصة الشريك الى شريك آخر اذا اتفق الشركاء القدامى على الاستمرار بالشركة مع الشريك الجديد والا فسخت الشركة. الا أنه يبقى أن الأصل فى ذلك هو احتفاظ كل شريك بحصته فى رأس مال الشركة، فخروجه منها يعتبر حدثاً طارئاً والاستثناء لا يقاس عليه والا كان القياس باطلا. وفضلا عن ذلك فان افراغ شركة المساهمة من العنصر الشخصى تماما باعتبار مالها من شخصية معنوية وذمة مالية مستقلة تفصل بين أموال الشركة والشركاء من شأنه قطع كل صلة بالجذور الفقهية للشركة الاسلامية ولن تعود بعده اسلامية.

ان التداول الذى يحث الاسلام على تنشيطه هو التداول الإنتاجى الذى يخلق المنافع أما التداول غير الإنتاجي والذى يتربح من خلاله طائفة من المضاربين بخلق بيوع غير حقيقية من خلال البيع على المكشوف واستباحة بيع المعدوم وبيع الغائب المجهول فهو أمر مذموم ينطوى على الجهالة والغرر المحيطين بهذه البيوع ولو

توفرت المعلومات عن وحدات الانتاج المتعامل عليها للكافة ما قامت هذه المضاربات.

لقد انبرت بعض الاقلام المسئولة فى مصر لتعلن فى وثيقة مكتوبة أن البيع على المكشوف «أى المعدوم» هو شرط أساسى لقيام السوق. ونحن نقول لهؤلاء واولئك أن تنشيط التداول وسرعة دوران أوراق الشركات ليس بالضرورة مطلباً أساسياً. وانما هى قدرة حاملى الأسهم على تسييل ما فى حوزتهم من أوراق فى وقت قصير فى السوق وهذه المقدرة لا تستمد وجودها من الشعوذه المالية داخل البورصة وانما من خلال الأداء الجيد للشركات وما تظهره نتائج أعمالها. ولكن ماظننا بسلع كاسدة تعرض فى الأسواق لايقدر على تصريفها إلا محتال أو غشاش ولا يقدم على شرائها الا جاهل بأمور البيع والشراء والتعامل فى الأسواق.

التوصيات والمقترحات

أولا: التوصيات:

نوصى بانشاء سوق اسلامية للأوراق المالية غير اقليمية تشارك فيها كافة الدول الاسلامية وتكون قادرة بما تملكه من أدوات مالية وأجهزة فنية ومعدات وأجهزة اليكترونية على جذب الفوائض المالية والمدخرات الوطنية لاستثمارها فى مختلف الوحدات الانتاجية التى تعانى من العجز فى مواردها المالية أو التى تنشا حديثاً فى أية دولة من الدول الإسلامية.

ولدينا بعض التصورات لقيام هذه السوق وتقوم جميعا على تفادى السلبيات التى تقترن حاليا بمختلف بورصات الأوراق المالية، وبمعنى آخر، فان هذه التصورات التى سنطرحها نبتغى بها تطهير السوق من أدرانه وضمان سلامة البيوع والعقود التى تنعقد فى هذه السوق.

ثانيا: المقترحات

١- لا يقيد فى هذه السوق سوى الشركات التى لا تتعامل فى محرم بيعاً ولا شراء ولا بالفائدة أخذاً ولا عطاءً.

٢- يتعين على الوسيط المتعاقد التحقق من وجود الأوراق المطلوب بيعها قبل أن يشرع في اتخاذ أي اجراء لتنفيذ الأمر الصادر لديه ويكون له الحق فى مطالبة العميل بتسليمه الأوراق المطلوب بيعها فور صدور الأمر اليه.

٣- الأسعار فى سوق الأوراق المالية الاسلامية يجرى تحديدها عند الثمن الذى يوافق فيه الايجاب القبول سواء كان الايجاب من جانب العرض أو من جانب الطلب.

٤- وضع سقوف علوية وحواجز سفلية سعرية لكبح جماح تقلب الأسعار بطريقة عشوائية، ولا يترك هذا الأمر لجهاز السوق والذي لا يقوم غالباً بدوره المزعوم إلا فى بطون الكتب، ويتحقق ذلك من خلال تحديد نسبة مئوية لارتفاع السعر او انخفاضه عن اقفال اليوم سابق.

٥- الصكوك التى يسمح بتداولها هي الصكوك الاسمية ولا يسمح بقيد الأسهم لحامله (غير الإسمية)

٦- الاسهم التى تسمح قوانين السوق بتداولها هى الأسهم العادية ولا يجوز التعامل على غيرها من الأسهم كالأسهم الممتازة او أسهم التمتع.

٧- لا يجوز التعامل على جميع أنواع السندات سواء كانت سندات حكومية أو سندات شركات، وسواء كانت تغل عائدا ثابتاً أو متغيراً طالما أنه لا يرتبط بنتائج النشاط ايجابا وسلبا.

٨- يتعين على الوسيط المتعاقد باسمه ولحساب موكله أن يقوم فور اتمام الصفقات التى يعقدها بتحرير عقد بالقاعة من أصل وصورتين يتضمن اسم الوسيط البائع واسم الوسيط المشترى واسم الشركة التى كانت أوراقها محلا

للتعاقد وعدد الأسهم المباعة وسعر التعاقد ويسلم لكل من البائع والمشترى صورة من عقد البيع وهذا الاجراء يضمن سلامة التعاقد ومن شأنه تفادي المنازعات.

٩- لا يتعامل الوكيل بالعمولة «الوسيط» مع نفسه ولو لتنفيذ عملية تطبيقية اذا تصادف وصدر اليه أمر بالبيع وآخر بالشراء لذات الورقة وبذات السعر ما لم يكن قد عرض الورقة للبيع ولم يجد استجابة من جانب الطلب أو طلبها للشراء دون استجابة من جانب العرض وذلك خروجا من الخلاف بين الفقهاء فى جواز توكيل شخص عن العاقدين في عقد واحد. وامكان حصوله على سعر أفضل للطرفين.

١٠- تقوم لجنة الأسعار في السوق الاسلامية باعادة تقويم المراكز المالية الشركات التي يثبت تعرضها لخسائر جسيمة من شأنها الاضرار بالمساهمين والتأثير على حقوق أصحاب المشروع، فتحدد القيمة الذاتية للسهم فى ضوء البيانات والمعلومات اليقينية المتاحة، وهي بذلك إنما تقوم بالدور الذى يفترض أن يقوم به جهاز السوق فى البورصات الغربية والامريكية، فاذا لم تتمكن من ذلك توقف التعامل على هذه الاسهم لرفع الضرر عن المساهمين المحتملين الذين قد يلجأون الى شراء هذه الأسهم من السوق، والجهالة تحيط بهم عن التطورات التى تعرضت لها الشركة وذلك لحين اتخاذ قرار في شأنها.

١١- البيوع الآجلة بمدلولها الاقتصادى وهى التي تتأجل فيها آثار العقد وأحكامه الى يوم التصفية هى بيوع باطلة شرعاً ولا يجوز انعقادها فى السوق الاسلامية.

١٢- البيع علي المكشوف والذى يجرى تنفيذه فى الأسواق العاجلة والذى ينطوى على بيع الانسان ما ليس عنده هو من البيوع غير الجائزة شرعاً وعليه فلا مجال فى السوق الإسلامية لهذا النوع من البيوع.

١٣- بيوع الامتيازات المسماه بالبيوع الشرطية أو بيوع الاختيار هى من أفسد أنواع البيوع ولا يجوز التعامل فى هذه البيوع في السوق الإسلامية.

١٤- البيع بالحد والذى يعتمد على الاقتراض من السمسار هو أحد صور القروض الربوية المحرمة شرعا ولا يجوز التعامل به فى السوق الإسلامية.

١٥- لا يمكن تصور وجود سوق أوراق مالية اسلامية فى غيبة جهاز للمعلومات قادر علي تصحيح مسار الأسعار من خلال اللجنة المخصصة لهذا الغرض، حيث يقوم هذا الجهاز بتقويم المراكز المالية للشركات تقويماً علمياً وذلك بغرض الوقوف على مدى سلامتها وايجاد رابطة حقيقية بين المراكز لمالية لهذه الشركات من جهة وأسعار أسهمها فى السوق. وتعتمد مثل هذه الدراسات فى مادتها العلمية على البيانات الإجمالية والتفصيلية الى تتضمنها القوائم المالية والحسابات الختامية والتقارير المالية المرافقة لميزانيات هذه الشركة والتي يجرى موافاة سوق الأوراق المالية بها جميعاً ويستخدم هذا الجهاز كافة طرائق التحليل المالى وأدواته الأمر الذى يتحقق معه الكشف عن مناحى القوة واوجه الضعف ويمكن معه تحديد القيمة الاقتصادية لأسهم الشركة.

١٦- واذا كان استحداث أدوات مالية جديدة من شأنه افساح المجال وروافد الاختيار أمام أصحاب المدخرات الوطنية لاختيار الأداة الاستثمارية التى تناسب كل منهم، فان قيد الأدوات المالية الاسلامية التى تناولت اصولها كتب الفروع الفقهية فى السوق الإسلامية من شأنه دعم الشركات الإسلامية. وأهم هذه الأدوات التى قدمها الفكر الإسلامى ونقترح قيدها فى السوق الإسلامية:-

أ- صكوك مضاربة اسلامية مطلقة، ويطلق فيها يد المضارب لتثمير مال المضاربة فى سائر الأنشطة المباحة والتى يرجو فيها ربحاً.

ب- صكوك مضاربة اسلامية مخصصة لنشاط معين، وفيها يلتزم المضارب

بتوظيف مال المضاربة فى نشاط معين كالاسكان او الدواء، فان خالف ووظف فى أنشطة أخرى كان متعديا وكان ضامناً.

ج- صكوك مضاربة اسلامية مخصصة لمشروع معين وبمقتضاها يلتزم المضارب باستثمار مال المضاربة فى مشروع مسمى محدد بذاته فان تعدى ذلك الي غيره ولو فى نفس النشاط كان متعدياً وكان ضامناً.

وبينما ينفسح المجال وتتعدد روافد الاختيار أمام المضارب فى النوع الأول لتثمير مال المضاربة، تقل فى النوع الثانى المجالات التي يمكن أن يتحرك من خلالها المضارب بشكل ملموس، وتتحدد على وجه تنعدم معه فرص الاختيار فى النوع الثالث، ومع هذا يبقى لكل نوع منها من المزايا النسبية ما يجعله موضع مفاضلة وتفضيل من جانب أرباب الأعمال.

واذ يأبى الله العصمة لكتاب غير كتابه فالمنصف من اغتفر قليل خطا المرء في كثير صوابه.

اسأل الله سبحانه وتعالى أن ينفعنى بما كتبت ومن رام الانتفاع به من اخواني، وأن يجعله فى ميزان حسناتي ومن الأعمال التى لا ينقطع عني نفعها بعد أن أدرج فى أكفانى، وأن يجعل عملى هذا صالحا ولوجهه خالصا، ولله الحمد والمنة. وصلاةً وسلاماً على سيدنا محمد وعلي آله وصحبه وسلم.

مصادر البحث ومراجعه

أ- مراجع تتعلق بالجانب العلمي فى الرسالة

ب- مراجع تتعلق بالجانب الفقهى الاسلامى

أ- المراجع العلمية العربية :-

أولا :- الرسائل العلمية

١- د/ صالح المرزوقى - رسالة دكتوراه عن شركة المساهمة في النظام السعودى دراسة مقارنة بالفقة الاسلامى.

٢- د/ منى عيسى العيوطى - رسالة دكتوراه عن التدفقات المالية ودور قطاع الوسطاء الماليين فى الاقتصاد المصرى سنة ١٩٨٥.

٣- أحمد محيى الدين - عمل شركات الاستثمار الاسلامية - رسالة ماجستير.

٤- د/ يعقوب يوسف صرخوه - الأسهم وتداولها في شركات المساهمة فى القانون الكويتى - دراسة مقارنة في القوانين العربية والفرنسية والانجليزية - رسالة دكتوراه.

٥- خلف سليمان النمرى - شركات الاستثمار الاسلامية - رسالة ماجستير.

ثانيا : - مراجع متخصصه فى أعمال البورصات.

٦- حسين تيمور بك - البورصة وتجارة القطن ط ١٩١٧ - المصدر «دار الكتب المصريه».

٧- د/ عيسى عبده وآخرون - البورصات - المطبعة الأميرية ١٩٤٧.

٨- عمليات البورصة فى مصر - د/ أحمد زكى هيكل - طبعة أولى ١٩٤٩ المصدر «جمعية الاقتصاد والتشريع».

٩- د/ مقبل جميعى - الأسواق والبورصات «المصدر دار الكتب».

١٠- جول خلاط - أعمال البورصة فى مصر - مطبعة البوصير بالأسكندرية ١٩٣٨.
١١- جورج لوڤران - تاريخ التجارة - ترجمة هاشم الحسينى - مكتبة الحياة - بيروت.
١٢- فايق كامل - طرق التجارة فى أعمال البورصات «المصدر جمعية الاقتصاد والتشريع».
١٣- سامى وهبه - البورصات وتجارة القطن ط٤ - المصدر «معهد التخطيط»
١٤- صندوق النقد العربى - أسواق راس المال في الدول العربية.
١٥- الاتحاد العربي للبورصات - ندوة أهمية المعلومات والإفصاح عنها في البورصات العربية - نوفمبر ١٩٨٧.
١٦- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار - أسواق الأوراق المالية العربية - تنظيمها - أدواتها - وأوضاع التعامل فيها.
١٧- مليكه عريان - عمليات بورصات الأوراق المالية والبضائع الحاضرة والكونتراتات ١٩٣٤.
١٨- يس عبد السيد - بورصة الأوراق المالية بالقاهرة ط١٩٤٩ - المصدر «جمعية الاقتصاد والتشريع».
١٩- ص. أميل ليڤى - موجز المعلومات الخاصة بسوق الأوراق المالية «مطبعة شندلر»
٢٠- البورصة والأوراق المالية - وزارة شئون الاستثمار والتعاون الدولى.
٢١- د/ سعيد توفيق - الاستثمار - النظرية والتطبيق - مكتبة عين شمس.
٢٢- إبراهيم محمد أبو العلا - بورصات الأوراق المالية والقطن ١٩٦٠ «المصدر معهد التخطيط».
٢٣- على شلبى - بورصة الأوراق المالية - دراسة علمية وعملية الطبعة الاولي عام

١٩٦٢ - مكتبة النهضة المصرية.

ثالثا:- مراجع قانونية

٢٤- د/ محمود سمير الشرقاوى - الشركات التجارية فى القانون المصرى مكتبة دار النهضة.

٢٥- د/أبو زيد رضوان - شركات المساهمة وفقا لأحكام القانون ١٥٩ لسنة ٨١.

٢٦- اللائحة التنفيذية للقانون ١٥٩ لسنة ٨١ - قانون شركات المساهمة.

٢٧- د/ رضا عبيد - القانون التجاري ط ١٩٨٤ - مطابع شركة النصر للتصدير والاستيراد.

٢٨- قانون التجارة - الهيئة العامة لشئون المطابع الأميرية ط٨٥.

٢٩- د/ على العريف - شرح القانون التجاري المصرى ط ٢ لسنة ٧٩ المصدر «بورصة القاهرة».

٣٠- د/ ثروت أنيس الأسيوطى - الصراع الطبقى وقانون التجارة - القاهرة ١٩٦٥.

٣١- د/ مصطفى كمال طه - القانون التجاري - مؤسسة الثقافة الجامعية بالأسكندرية .

٣٢- د/ سميحة القليوبى - القانون التجاري ج٢ ط ٨١ دار النهضة.

٣٣- القانون المدني المصرى - المطابع الأميرية.

٣٤- د/ على جمال الدين - الوجيز في القانون التجارى - دار النهضة - ط٨٢.

رابعا:- المراجع الاقتصادية:-

٣٥- د/ أحمد ابو اسماعيل - اصول علم الاقتصاد ط٧٦ - دار النهضة العربية.

٣٦- د/ جمال الدين سعيد - النظرية العامة لكينز - دار الجيل للطباعة ط٦٥.

٣٧- د/ عبد الحميد الغزالى - مقدمة فى الاقتصاديات الكلية - النقود والبنوك - دار النهضة ط٨٧.

٣٨- د/ حمدية زهران - التنمية الاقتصادية - مكتبة عين شمس.

٣٩- د/ محمد زكى شافعى - التنمية الاقتصادية - دار النهضة العربية - ٦٨.

٤٠- الفريد سوفى - مشكلة السكان فى العالم - ترجمة د/ جلال صادق «المؤسسة المصرية للأنباء والنشر والتوزيع».

٤١- روبرت هيلبرونر - قادة الفكر الاقتصادى - ترجمة د/ راشد البراوي - دار النهضة العربية.

٤٢- د/ احمد جامع - الرأسمالية الناشئة - دار المعارف.

٤٣- د/ على الجريتلى - السكان والموارد الاقتصادية فى مصر.

٤٤- استراتيجية التنمية فى مصر - الهيئة العامة للكتاب.

٤٥- د/ يسرى خضر اسماعيل - تخطيط المشروعات ط٧٢ - دار النهضة المصرية.

٤٦- د/ محمد يحيى عويس - المشاكل الاقتصادية المعاصرة ط ٧٨.

٤٧- د/ عبد الحميد القاضى - تمويل التنمية الاقتصادية فى البلدان المتخلفة ط١ لسنة ١٩٦٩.

٤٨- د/ مصطفى السعيد - محاضرات فى مبادئ الاقتصاد - دار النهضة العربية ط ٧٣.

٤٩- د/ محمد عبد العزيز عجمية - مبادئ علم الاقتصاد - دار النهضة العربية ط٨٠.

٥٠- فرانسيس مورلابيه - خرافة الندرة - ترجمة أحمد حسان ٠ عالم المعرفة.

٥١- د/ محمد يحيى عويس - التحليل الاقتصادى الكلى - مطبعة الرسالة سنة ٦٦.

٥٢- ماركس - رأس المال - المجلد الأول - الجزء الثانى مطابع السلام ط٨٥.

٥٣- محمد صبحى - الاقتصاد - ط ٨٥/٨٦ - شركة مطابع السلام.

٥٤- د/ كامل فهمي بشاى - دور الجهاز المصرفى في التوازن المالى - الهيئة المصرية العامة للكتاب - سنة ٨١.

٥٥- د/ رمزي زكى - مشكلة التضخم فى مصر - الهيئة المصرية العامة للكتاب - ٨٠.

٥٦- د/ فؤاد مرسى - الرأسمالية تجدد نفسها - سلسلة عالم المعرفة - مارس ٩٠.

٥٧- د/ محمد زكى شافعى - مقدمة فى النقود والبنوك - دار النهضة العربية ط٨٣.

٥٨/ ثلاث مقالات عن السكان، توماس مالتوس - جوليان هكسلى - فردريك أوزبورن - ترجمة محمد مرسى أبو الليل - دار الكرنك للطبع والنشر والتوزيع.

٥٩- د. صبحى تادرس قريصة - مقدمة فى علم الاقتصاد - دار النهضة العربية سنة ١٩٨٣.

خامسا:- مراجع الاقتصاد الاسلامى

٦٠- مجلة الاقتصاد الاسلامى - العدد ١٤١٠ يوليو ١٩٩٠

٦١- د/ رفعت المحجوب - دراسات اقتصادية اسلامية.

٦٢- جاك اوسترای - الاسلام والتنمية الاقتصادية - دار الفكر بدمشق تعريب د/ نبيل صبحى الطويل.

٦٣- د/ يوسف قاسم - التعامل التجاري فى ميزان الشريعة الإسلامية - دار النهضة.

٦٤- د/ عيسى عبده - النظم المالية فى الإسلام - مطبوعات معهد الدراسات الاسلامية ٧٧.

٦٥- د/ عبد العزيز الخياط - الشركات فى الشريعة الاسلامية - ط مؤسسة الرسالة.

٦٦- أمين مدني - الاستثمار المصرفى - شركات المساهمة في التشريع الاسلامى.

٦٧- د/ علي السالوس - المعاملات المالية المعاصرة فى ميزان الفقه الاسلامى الطبعة الثانية المعدلة - مكتبة الفلاح الكويتي.

٦٨- د/ علي السالوس - حكم ودائع البنوك وشهادات الاستثمار فى الفقه الاسلامى- الدوحة - دار الثقافة ١٩٩٠.

٦٩- د/ على السالوس - اجرؤكم على الفتيا اجرؤكم على النار - دار الاعتصام.

٧٠- معجزة الاسلام في موقفه من الربا - المعهد الدولي للبنوك والاقتصاد الاسلامى.

٧١- د. معبد الجارحى - نظرة اسلامية الى الأسواق المالية والسلعية - صندوق النقد العربى.

٧٢- د. أحمد يوسف سليمان - التشريع الاسلامى فى مسائل البورصة - موسوعة اتحاد البنوك الاسلامية ج٥.

٧٣- د/ على أحمد السالوس - حكم أعمال البنوك فى الفقه الاسلامى رسالة الأزهر.

٧٤- عبد السميع المصرى - نظرية الاسلام الاقتصادية.

٧٥- مصطفى عبد الله الهمشرى - الأعمال المصرفية والإسلام - سلسلة البحوث الإسلامية - مجمع البحوث الإسلامية.

سادسا:- مراجع احصائية

٧٦- د/ عبد الحميد فراج - الأسلوب الاحصائى ١٩٦٩ - دار النهضة العربية.

سابعا:- البحوث والمقالات الاقتصادية

٧٧- د/ أمال التيجاني - ندوة الاستثمار ومعوقاته - اتحاد البورصات - الدار البيضاء - ديسمبر ١٩٨٦.

٧٨- فيصل علي المطوع - مجلة البورصات العربية - العدد الثانى شوال حزيران ١٩٨٥.

٧٩- د/ جاسم المضف - بحث فى ندوة الاستثمار ومعوقاته فى بورصات الآوراق المالية - الاتحاد العربى للبورصات.

٨٠- سمير عبد الحميد رضوان - بحث عن الانفجار السكاني وأوهام المالتوسيين - مجلة الاقتصاد الاسلامى عدد ١٠٩.

٨١- د/ محمد عبد المنعم عفر - مشكلة التخلف ومسار التنمية - بحث فى مجلة الاقتصاد الاسلامى العدد ١٧.

٨٢- د/ سعد الدين ابراهيم - بحث مقدم لمؤتمر الاقتصاديين الثانى سنة ١٩٧٧ تحت عنوان «نظرية سوسيولوجية للتنمية فى العالم الثالث».

٨٣- د. كارم السيد غنيم تعقيب على بحث للدكتور أحمد شوقي الفنجرى - مجلة المسلم المعاصر العدد ٤٨.

٨٤- سمير عبد الحميد رضوان - مقال للباحث بالأهرام الاقتصادى العدد ١١٧٩ بتاريخ ١٩٩١/٨/١٩ بعنوان - ردة في سوق المال - أثر سعر الفائدة على انتقال الأموال بين سوقى النقود ورأس المال.

٨٥- سمير عبد الحميد رضوان - مقال للباحث بالأهرام الاقتصادى بعنوان - هل يمكن اصدار صكوك تنمية اسلامية - العدد ١١٧١ بتاريخ ١٩٩١/٦/٢٤.

٨٦- سمير عبد الحميد رضوان - مقال للباحث بالاهرام الاقتصادى بعنوان «لا للأسهم لحاملها التى الغاها القانون - العدد ١١٧٠ بتاريخ ١٩٩١/٦/١٧.

٨٧- د/ مخلف أحمد عبد الغنى - مقال حول أزمة الاقتصاد المصرى - الأهرام الاقتصادي العدد ٩٥٤.

٨٨- د/ جمال الدين الشيشتى - بحث عن دور سوق الأوراق المالية فى تمويل التنمية - صندوق النقد العربى.

ثالثا: - مصادر الفقه في المذاهب الاسلامية

أ- المذهب الحنفي

١١٥- الأشباه والنظائر - ابن نجيم الحنفى - مؤسسة الحلبى وشركائه.

١١٦- رد المحتار على الدر المختار - ابن عابدين - مطبعة عيسى الحلبى.

١١٧- بدائع الصنائع - أبو بكر مسعود الكاسانى الحنفى - ط١٩١١ - مطبعة الجمالية.

ب- المذهب المالكى

١١٨- موطأ الأمام مالك - الامام مالك بن انس بشرح فؤاد عبد الباقى طبعة عيسى الحلبى.

١١٩- بداية المجتهد ونهاية المقتصد - محمد بن أحمد بن رشد الحفيد - طبعة دار الكتب الحديثه.

١٢٠- الشرح الصغير على أقرب المسالك لمذهب الامام مالك - الشيخ أحمد بن محمد بن أحمد الدردير - طبعة الامارات العربية.

١٢١- الكافى فى فقه أهل المدينة المالكي - ابن عبد البرالنمرى القرطبى - دار الكتب العلمية بيروت.

ج- المذهب الشافعي

١٢٢- الأم - الامام محمد بن ادريس الشافعى - طبعة بولاق مصورة.

١٢٣- كفاية الأخيار حل فى غاية الاختصار - أبى بكر بن محمد الحسينى الدمشقى. ط عيسى الحلبى.

١٢٤- الاجماع - ابن المنذر - دار الدعوة.

١٢٥- ابو حامد الغزالي - احياء علوم الدين - ط عيسى الحلبى.

١٢٦- مختصر المزنى - على كتاب الأم - المزنى بن يحيى المزنى - طبعة مصورة عن طبعة بولاق - الدار المصرية للتاليف والترجمة.

١٠٢- تفسير النسفى - عبد الله بن أحمد بن محمود النسفى - مطبعة عيسى البابى الحلبى.

١٠٣- فى ظلال القرآن الكريم - سيد قطب - مكتب دار الشروق.

ثانيا:- مصادر كتب الحديث

١٠٤- اللؤلؤ والمرجان فيما اتفق عليه الشيخان - فؤاد عبد الباقى - دار التراث.

١٠٥- صحيح البخارى - ابى عبد الله محمد بن اسماعيل البخارى - بشرح السندى - مكتبة عيسى البابى الحلبى.

١٠٦- صحيح مسلم - بشرح النووى - الامام مسلم بن حجاج النيسابورى - المطبعة المصرية.

١٠٧- نيل الأوطار - محمد بن على بن محمد الشوكانى - مكتبة الدعوة الاسلامية.

١٠٨- سبل السلام - شرح بلوغ المرام - محمد بن اسماعيل الأمير اليمنى الصنعانى - مكتبة عاطف.

١٠٩- بلوغ المرام من أدلة الأحكام - للامام ابن حجر العسقلانى - دار الجيل بيروت.

١١٠- جمع الجوامع - المعروف بالجامع الكبير للامام جلال الدين السيوطى - من موسوعة السنه - مجمع البحوث الاسلامية - الأزهر.

١١١- رياض الصالحين من كلام سيد المرسلين - أبى زكريا يحيى بن شرف النووى - دار الكتاب العربى.

١١٢- التاج الجامع للأصول فى احاديث الرسول - الشيخ منصور على ناصف.

١١٣- الكبائر - للامام ابى عبد الله محمد شمس الدين الذهبى الدمشقى - دار التراث العربى.

١١٤- الزواجر عن اقتراف الكبائر - الامام ابن حجر الهيتمى - مطابع الشعب.

٨٩- أمين بهبهانى - مقال بمجلة البورصات - الكويت فبراير ١٩٨٦.

٩٠- د/ عبد الله عبد المجيد المالكى - مقال بمجلة البورصات العربية اذار ١٩٨٧.

٩١- المستشار/ ياقوت العشماوى - بحث عن التصويت في شركات المساهمة فى الشريعة والقانون - مجلة البنوك الاسلامية - العدد ٦٩ نوفمبر ١٩٨٩.

٩٢- د/ سيف الدين ابراهيم تاج الدين - الاستثمار وسوق الأوراق المالية من منظور اسلامى - الأمانة العليا لجامعة الدول العربية الادارة العامة للشئون الاقتصادية.

٩٣- التمويل بالمشاركة - بحث لمركز الإقتصاد الإسلامى - المصرف الإسلامى الدولى.

٩٤- سمير عبد الحميد رضوان - بحث فى مجلة الأزهر الشريف بعنوان «البديل الاسلامى للأدوات الربوية فى أسواق رأس المال - عدد يوليو ١٩٩١ ص٤٩.

ثامنا :- الموسوعات العربية

٩٥- الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الاسلامية - الجزءين الخامس والسادس.

٩٦- الموسوعة العربية الميسرة - جزء ١- دار نهضة بيروت.

تاسعا:- معاجم اللغة العربية ومصطلحاتها وألفاظ القرآن الكريم

٩٧- لسان العرب - ابن منظور - طبعة دار المعارف.

٩٨- المعجم الوسيط - مجمع اللغة العربية ج١، ج٢.

٩٩- مختار الصحاح - للرازى - دار ومكتبة الهلال - بيروت.

١٠٠- معجم الفاظ القرآن الكريم - دار الحديث.

ب- مراجع تتعلق بالجانب الفقهي الاسلامي

اولا- مصادر تفسير القرآن الكريم

١٠١- تفسير القرآن العظيم لابن كثير - اسماعيل بن كثير - مطبعة عيسى البابى الحلبى.

د- المذهب الحنبلي

١٢٧- المغنى - عبد الله بن احمد بن قدامة المقدسى - مكتبة جمهورية مصر الجزء الخامس.

١٢٨- المغنى - عبد الله بن أحمد بن قدامة المقدسى مكتبة القاهرة - الجزء الرابع.

١٢٩- الفتاوي الكبرى - ابن تيمية - أحمد بن عبد الحليم بن عبد السلام بن تيمية - مكتبة دار المنار

١٣٠- اعلام الموقعين عن رب العالمين - ابن قيم الجوزية - محمد بن أبى بكر - مكتبة دار الحديث.

١٣١- زاد المعاد فى هدى خير العباد - الامام بن قيم الجوزية - المطبعة المصرية ومكتبتها.

١٣٢- رسالة القياس - ابن تيمية وابن قيم الجوزية - ط - دار الآفاق الجديدة بيروت.

١٣٣- كشف القناع عن متن الإقناع - جزء ٣- منصور بن يونس. مكتبة النصر الحديثة بالرياض.

هـ- المذهب الظاهري

١٣٤- المحلى - لابن حزم - على بن أحمد بن سعيد بن حزم - مكتبة دار التراث.

١٣٥- مراتب الاجماع - لابن حزم - مكتبة دار الافاق الجديدة بيروت.

رابعا:- مصادر أصول الفقه

١٣٦- الاحكام فى أصول الأحكام - ابن حزم الأندلسى - مطبعة العاصمة.

١٣٧- اصول الفقه - محمد أبو زهرة - دار الفكر العربى.

١٣٨- الاعتصام - الشاطبى الامام أبى اسحق ابراهيم بن موسى بن محمد

اللخمى الشاطبى الغرناطى بتحقيق محمد رشيد رضا - دار المعرفة للطباعة والنشر.

خامسا:- مراجع الفقه والفكر الاسلامي المعاصر

١٣٩- عبد الرحمن الجزيرى - الفقه على المذاهب الأربعة - دار الارشاد للتأليف والطبع والنشر.

١٤٠- صوفى أبو طالب - تطبيق الشريعة الاسلامية فى البلاد العربية - دار النهضة العربية.

١٤١- عبد الهادى أبو سريع - الربا والقرض فى الفكر الاسلامى - ط الاعتصام.

١٤٢- محمد أبو زهرة - تحريم الربا نظام اقتصادى - دار الفكر العربى

١٤٣- الشيخ على الخفيف - الشركات فى الفقه الاسلامى - مطابع دار النشر للجامعات المصرية سنة ٦٢.

١٤٤- الشيخ عبد الفتاح محمد أبو العينين - الشركات فى الفقه الاسلامى - دار النهضة.

١٤٥- الشيخ سيد سابق - فقه السنة - المطبعة النموذجية

١٤٦- الشيخ محمود شلتوت - الفتاوى - دار الشروق.

١٤٧- أبو الأعلى المودودي - الربا - تعريب محمد عاصم.

١٤٨- د/ عبد الحميد محمود البعلى - ضوابط العقود فى الفقه الاسلامى.

١٤٩- تقى الدين التميمى - سيرته صلى الله عليه وسلم - هجر للطباعة والنشر.

١٥٠- د. عبد الناصر توفيق العطار - احكام العقود فى الشريعة الاسلامية والقانون المدنى.

١٥١- الشيخ محمد خاطر وآخرون - محاضرات فى الفقه الاسلامى.

١٥٢- الشيخ علي الخفيف - مختصر احكام المعاملات الشرعية - مطبعة السنة المحمدية.

١٥٣- الشيخ محمد أبو زهرة - الملكية ونظرية العقد فى الشريعة الاسلامية - دار الفكر العربى.

١٥٤- د/ محمد يوسف موسى - الأموال ونظرية العقد - دار الفكر العربي.

١٥٥- د/ عبد الرزاق فرج السنهوري - مصادر الحق فى الفقة الاسلامى - العقد ج٣ دار النهضة.

١٥٦- محمد بن الحسن الحجوى الثعالبى الفاسى - الفكر السامى فى تاريخ الفقة الاسلامى - المكتبة العلمية بالمدينة المنورة.

١٥٧- الشيخ أحمد إبراهيم بك - المعاملات الشرعية المالية - المطبعة الفنية.

سادسا :- الفتاوى

١٥٨- الفتاوى الشرعية فى المسائل الاقتصادية - بيت التمويل الكويتى.

١٥٩- الفتاوى الاسلامية فى القضايا الاقتصادية - كتاب الاهرام الاقتصادى - الجزء الثانى مايو ١٩٨٩.

١٦٠- الفتاوي الاسلامية - المجلد التاسع - دار الافتاء - العدد ٢٧.

١٦١- فتاوى شرعية فى الأعمال المصرفية - مطبوعات بنك دبى الاسلامي أكتوبر ١٩٨٥.

١٦٢- الفتاوي الشرعية فى اثبات ربوية الفوائد البنكية - صادرة من المجامع والمؤتمرات الفقهية بمجمع ادارة بحوث الاقتصاد الاسلامى - الاتحاد الدولي للبنوك الاسلامية.

١٦٣- أرباح البنوك بين الحلال والحرام - كتاب اكتوبر ط٩٠.

المراجع الأجنبية:

1- Alfred Marshall. Principles of economics eigth ed.

2- Eric wolf- Peasants- Prentice Hall Inc 1960.

3- Nash - Premetive and Peasant economic systems - Chandler Publishing co. ,California 1966.

4- George Dalton ,Eronomic systems & Society, Political Economy.

5-Charles Amos Dice, The stock Market third ed., New York, Tornoto London. Mc. graw hill book company Inc. 1952.

6- Fredric Amling, Investment, fourth edition - Prentice hall Inc, New Jersey.

7- Charles N. Henning & William Pigott, Financial Markets and the Economy.

8- Archer Choate, Financial management ,An introduction, John Willey & Sons New York.

9- Robert H. Wessel, Principles of Financial analysis.

10- Kennth Garbade, Securities markets, Mc Graw-hill Book Company, New York.

11- James c. van Horn, Financial management and Policy, Prentice-hall- New Jersey 1980.

12- Bash Macmillan, Financing Economic Development December, 1963.

13- Form, Trading and Administration of securities Deutsche Bank.

14- Hazem El Beblawi, The Kuwaiti stock Market (1940 - 1980) - The Industrial Bank of Kuwait.

15- Harold wincott, The stock Market, London.

16- Dr. Med. Hassanin, Topics in Investment analysis, Notes, The American University in Cairo sep. 87.

17- Nouran Moustafa Kamal, The Euromarkets financial Centres across natianal borders, A Macro Economic Analysis.

18- Thompson & Lewis, Population Problems 5th ed Mc. Graw-hill Book Company New York.

19- Thomas wilson, Inflation, oxford, BASIL BLACK WELL.

20- Karl Marx, Capital, vol II, Progress Publishers Moscow.

21- Chamber of the basle stock Exchange, regulations governing the Admission of securities for listing.

22- Marshall Sarnat, priniples of financial management Haim Levy, 1988.

23- Jack clark Francis, Management of Investment, second ed, Mc, Grow-Hill International ed 1988.

24- John clendnin, Introduction to investment third ed 1960 Mc Grow Hill Bock co Inc.

25- Francis W. Hirst,. The stock Exchange, A short study of investment and speculation- London 1945.

26- Hartly withers, stock and shares, London.

27- Paul A sameulson, Economics 9th ed. Mc Grow- Hill New York 1973.

28- Nurkse, problems of capital formation in under-developed Countries.

29- ERIC ROLL, A history of Economic thought 3rd ed. Engle wood cliffs. N.J. prentic. Hall Inc.

30- David. K. Eiteman, Buiness Finance ed. 1973.

31-Madura, Introduction to financial Managemnt 1988. west Publishing Company. New York.

32- Haim levy & Marshall Sarnat, captial Investment and Financial Decisions.

33- Gerald M. Meir, leading issues in Economic Development 4 th ed.

34- American Peoples Encyclopedia vol 17.

35-The Encyclo-pedia Americana, International Edition. vol 17. American corporation international Headquarters.

36- The New Encyclopaedio Britannica vol 11 Inc, william Bentan, publisher.

37- Hutchinsons New 20th century Encyclopedia.

38- A Dictionary of political Economy progres publishers, Moscow. USSR.

39- Blacks low Dictionary by henry black 4th ed. 1966.

40- Longman Dictionary of Businsess English J. H. ADAM. libraire Du liban.

41- A Dictionary of Ecnomics, Business & Finance English Arabic Complied and edited by Nabih Ghattas.

42-A Dictionary of Economics & Commerce. Mustapha Henni. (Librairie du liban).

43- Meyers kleines lexikon ERSTER Brand (german Encyclopedia).

44- Dictonaire Encyclopedique quiliet pasis Raoul Mortier.

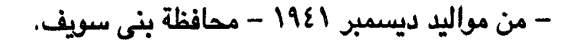
45- The New colombia Encyclopedia.

46- Websters, third new Internationl Dic.

فهـرس الكتــاب

الموضوع | الصفحة

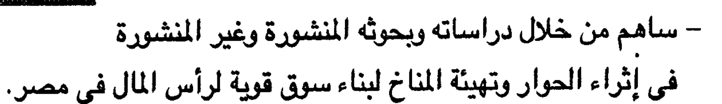
المؤلف فى سطور



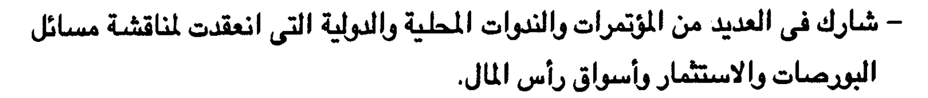
- من مواليد ديسمبر ١٩٤١ - محافظة بنى سويف.



- يشغل وظيفة نائب مدير عام بالبنك المركزى المصرى.
- تخرج فى كلية التجارة جامعة القاهرة عام ٧٣.
- حصل على دبلوم الدراسات الإسلامية عام ١٩٨٤.
- حصل على درجة الماجستير فى الاقتصاد والعلوم المالية فى أبريل ٩٢.



- ساهم من خلال دراساته وبحوثه المنشورة وغير المنشورة فى إثراء الحوار وتهيئة المناخ لبناء سوق قوية لرأس المال فى مصر.



- شارك فى العديد من المؤتمرات والندوات المحلية والدولية التى انعقدت لمناقشة مسائل البورصات والاستثمار وأسواق رأس المال.
- ساهم من خلال عشرات المقالات المنشورة بالصحف والمجالات والدوريات الاقتصادية المتخصصة فى تصويب وتأصيل وتعميق المفاهيم المتعلقة بأسواق رأس المال، وناقش السلبيات التى اقترنت بالتحول إلى اقتصاديات السوق الحر فى مصر، والتى صاحبتها اختلالات وتشوهات سعرية انحرفت بأسعار الأوراق المالية عن مسارها الصحيح، وطرح مختلف التصورات لرفع مستوى كفاءة جهاز الثمن وعلاج الاختلالات السعرية.
- للمؤلف عشرات المحاضرات فى الأكاديميات المصرية والمعاهد المصرفية ومراكز التدريب بالبنوك التجارية والإسلامية والشركات المشتغلة بأعمال السمسرة والوساطة المالية، والجهات المعنية بتقويم أداء الوحدات الإنتاجية، وذلك فى مجالات التحليل المالى والاستثمار وأسواق رأس المال والبورصات وعمليات غسيل الأموال.
- رشح المؤلف من قبل البنك المركزى المصرى عام ٩٢ للحصول على الجائزة الدولية للبنك الإسلامى للتنمية بجدة فى الاقتصاد الإسلامى والبنوك الإسلامية.

رقم الإيداع بدار الكتب المصرية
١٩٩٦ / ٥٣٤١
الترقيم الدولى .I.S.B.N
977-5224-08-X

